



Research and  
Development Center

# 求深求广，走向跨区发展的胶东生鲜龙头

——家家悦（603708.sh）深度报告

2019年3月19日

李丹 行业分析师  
燕楠 行业分析师

# 求深求广，走向跨区发展的胶东生鲜龙头

2019年3月19日

## 本期内容提要：

- ◆ **内生优势为发展保驾护航。供应链：**直采和强生鲜加工带来强壁垒，2017年公司直接采购规模达到86.75%。**物流：**公司现已基本建成了覆盖山东全省的一体化物流配送网络，构建了山东省内2.5小时配送圈，杂货日均吞吐量超过21万件、生鲜日均吞吐量超过1,600吨。2017年和2018年前三季度，公司存货周转率分别为7和6，行业领先。**自有品牌：**公司选取了品牌关注度较弱、销售量大、购买频率高的商品作为自有品牌。近年来公司自有品牌销售保持在9-10个亿的规模左右，2017自有品牌占比略有提升，达到8.96%。
- ◆ **跨区扩展带来增长潜力。**1、展店收购并举，加速扩张之路。2017年开始提出“向西部拓展”的战略，新开门店68处，扭转连续两年开店数量下滑的趋势。公司还加快门店升级改造，2017年改造了约100处门店。在门店升级改造作用下，公司同店改善明显，综合来开，公司同店增速从1.12%提升至2.80%，提升了1.68个百分点。2、收购维客商业和张家口福悦祥开启并购之路。
- ◆ **凭借竞争优势获得省内更多发展空间。**山东省内商超市场规模在2846亿左右，省内商超竞争激烈，优胜劣汰行业出清为龙头提供扩展机遇。我们认为家家悦在“胶东深度、胶东广度”的战略发展指导下，凭借**规模优势、门店面积优势、扩展优势、物流优势**能够逐步夺取更多市场份额，获得优质成长空间，从而可以获得更多的省内商超份额。
- ◆ **奖励机制提升员工积极性。**董监高核心管理团队合计持有公司44.89%的股份，管理层持股集中，与公司长期发展深度绑定。目前13%的门店（89家）试行合伙人制度，销售坪效劳效均实现8%以上增长。
- ◆ **股价催化剂：**消费数据转暖、公司业绩超预期。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计2018-2020年家家悦归母净利润分别为3.98、4.91、5.52亿元，按照最新股本计算，对应的摊薄每股收益分别为0.85元、1.05元和1.18元。基于家家悦内生优势以及扩区发展的增长潜力，当前估值水平低于行业平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

## 证券研究报告

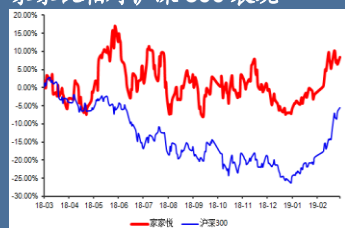
### 公司研究——首次覆盖

#### 家家悦 (603708.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

#### 首次评级

#### 家家悦相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

燕楠 分析师

执业编号：S1500517040001

联系电话：+86 10 83326715

邮箱：yannan@cindasc.com

#### 公司主要数据 (2019.3.18)

收盘价(元)	23.67
52周内股价波动区间(元)	19.31-26.40
最近一月涨跌幅(%)	4.69%
总股本(亿股)	4.68
流通A股比例(%)	33.54%
总市值(亿元)	111

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10776.96	11330.38	12932.72	14759.48	16840.49
增长率 YoY %	2.78	5.14	14.14	14.13	14.10
归属母公司净利润(百万元)	251.25	310.74	398.46	490.88	551.88
增长率 YoY%	1.61	23.68	28.23	23.19	12.43
毛利率%	21.68	21.58	22.29	22.68	22.70
净资产收益率 ROE%	15.09	12.92	15.42	16.72	15.96
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.66	0.85	1.05	1.18
市盈率 P/E(倍)	44	36	28	23	20
市净率 P/B(倍)	4.8	4.5	4.1	3.5	3.0

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2019年3月18日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
公司简介 .....	2
公司基本情况 .....	2
公司股权结构 .....	3
公司业务布局 .....	5
内生优势为发展保驾护航 .....	8
供应链: 直采和强生鲜加工带来强壁垒 .....	8
物流: 基本覆盖全山东的物流体系 .....	11
自有品牌: 多品种广覆盖, 提升毛利率 .....	14
跨区扩展带来增长潜力 .....	17
展店收购并举, 加速扩张之路 .....	17
家家悦在山东省内商超竞争中的优势 .....	19
奖励机制全覆盖, 提升员工积极性 .....	34
盈利预测与估值: .....	37
基本假设和盈利预测 .....	37
相对估值与投资评级 .....	38
风险因素 .....	38

## 表 目 录

表 1: 家家悦前十名股东持股情况 (2018 年三季报) .....	3
表 2: 家家悦建立了较为稳定合作关系的主要合作社 .....	8
表 3: 家家悦建立了较为稳定合作关系的主要养殖场 .....	9
表 4: 公司现有物流配送中心 .....	12
表 5: 公司建设中的物流配送中心 .....	13
表 6: 莱芜生鲜加工物流中心项目规划 .....	13
表 7: 公司自有工厂及联营工厂 .....	15
表 8: 公司自有工厂产能、产量及产销率 (单位: 吨) .....	16
表 9: 维客商业门店情况 .....	18
表 10: 维客商业物流中心情况 .....	18
表 11: 张家口福悦祥超市门店情况 .....	19
表 12: 2017 年我国 GDP、人口、社零排名前五的省份 .....	20
表 13: 农林牧渔产值排名前十的省份 (单位: 亿元) .....	20
表 14: 山东省各地级市社会消费品零售总额 (单位: 亿元) .....	22
表 15: 2017 年胶东地区和其他地区社零数据 .....	23
表 16: 利群股份的门店情况 (综合商场内含超市业态, 此处一并列出) .....	23
表 17: 银座股份旗下超市板块门店情况 .....	26
表 18: 竞争对手开店情况 .....	31
表 19: 家家悦门店情况 .....	31
表 20: 家家悦和竞争对手跨区开店情况 .....	32
表 21: 家家悦和利群股份物流中心对比 (银座股份年报中未披露物流中心情况) .....	32
表 22: 家家悦董监高持股情况 (2018 年三季报) .....	34

## 图 目 录

图 1: 家家悦在山东省内的布局 .....	2
图 2: 2011-2018 前三季度公司营业收入及同比增长 (单位: 亿元, %) .....	3
图 3: 2011-2018 前三季度公司归母净利润及同比增长 (单位: 亿元, %) .....	3
图 4: 家家悦股权结构图 .....	4
图 5: 各品类的营业收入 (单位: 亿元) .....	5
图 6: 各品类在营收中占比 .....	5
图 7: 各品类的毛利率 (单位: %) .....	5
图 8: 公司生鲜品类占比仅次于永辉超市 .....	5
图 9: 胶东地区和非胶东地区营业收入 (单位: 亿元) .....	6
图 10: 胶东地区和非胶东地区在营收中占比 .....	6
图 11: 截止至 2016 年 9 月各地区门店数量 .....	6
图 12: 各地区 2017 年和 2018 年上半年新开门店数量 .....	6
图 13: 胶东及非胶东地区毛利率 (单位: %) .....	7
图 14: 公司覆盖全国的采购网络 .....	8
图 15: 生鲜采购流程 .....	8
图 16: 公司新品引进的流程 .....	10
图 17: 公司生鲜产品的 PC 加工 .....	11
图 18: 生鲜产品的深加工 .....	11
图 19: 公司三个杂货物流中心配送范围 .....	12
图 20: 公司五个生鲜物流中心配送范围 .....	12
图 21: 超市行业存货周转率 .....	14
图 22: 超市行业总资产周转率 .....	14
图 23: 公司自有品牌 .....	15
图 24: 公司自有品牌营收占比 .....	15
图 25: 2013-2018H1 新开店情况 .....	17
图 26: 公司 2 年以上成熟店面营收同比增速 .....	17
图 27: 欧睿测算的中国综超市场规模 .....	21
图 28: 利群股份超市板块营收及在营收中占比 (单位: 亿元) .....	24
图 29: 利群股份超市板块毛利率 .....	24
图 30: 青岛利客来持有的超市情况 .....	25
图 31: 银座股份超市板块营收及在营收中占比 .....	26
图 32: 银座股份超市板块毛利率 .....	26
图 33: 济南华联超市旗下门店情况 .....	27
图 34: 2017 年三家公司超市板块营收和毛利率情况 .....	28
图 35: 快消品在大卖场渠道增长持续放缓 .....	29
图 36: 大卖场家庭年均购物次数及同比增长 (单位: 次, %) .....	30
图 37: 大卖场家庭年均购物量 (单位: 千克/升, %) .....	30
图 38: 家家悦 3 家杂货配送物流中心 .....	33
图 39: 利群股份门店布局图 .....	33
图 40: 员工薪酬 (单位: 万元) .....	35
图 41: 公司员工人数 .....	35

表 23: 家家悦主营业务收入增长率预测 .....	37	图 42: 2017 年超市行业人效对比 (单位: 万元/人) .....	35
表 24: 家家悦三费假设 .....	37	图 43: 公司和永辉超市的人效对比 .....	35
表 25: A 股主要超市行业公司估值 .....	38	图 44: 公司和永辉超市的人工费用率对比 .....	36

## 投资聚焦

### 核心观点

家家悦是山东省快速消费品领域连锁零售的龙头企业，是一家以超市连锁为主的多业态综合性零售渠道商。截止至 2018 年 Q2，公司各业态连锁门店数量 702 家，深耕胶东地区，网络拓展到山东省内威海、烟台、济南、青岛、潍坊、莱芜、临沂、枣庄、淄博、泰安等地的 40 多个市县。

公司主要优势在于强大的生鲜壁垒和基本覆盖了山东全省的一体化物流配送网络。**供应链：**直采和强生鲜加工带来强壁垒，2017 年公司直接采购规模达到 86.75%。**物流：**公司现已基本建成了覆盖山东全省的一体化物流配送网络，构建了山东省内 2.5 小时配送圈，杂货日均吞吐量超过 21 万件、生鲜日均吞吐量超过 1,600 吨。2017 年和 2018 年前三季度，公司存货周转率分别为 7 和 6，行业领先。**自有品牌：**公司选取了品牌关注度较弱、销售量大、购买频率高的商品作为自有品牌。近年来公司自有品牌销售保持在 9-10 个亿的规模左右，2017 自有品牌占比略有提升，达到 8.96%。

公司的增长空间主要来自于自身展店和行业并购。2017 年开始提出“向西部拓展”的战略，新开门店 68 处，扭转连续两年开店数量下滑的趋势。公司还加快门店升级改造，2017 年改造了约 100 处门店。在门店升级改造作用下，公司同店改善明显，综合来开，公司同店增速从 1.12% 提升至 2.80%，提升了 1.68 个百分点。收购维客商业和张家口福悦祥开启并购之路。山东省内商超市场规模在 2020 亿左右，省内商超竞争激烈，优胜劣汰行业出清为龙头提供扩展机遇。

我们认为家家悦在“胶东深度、胶东广度”的战略发展指导下，凭借规模优势、门店面积优势、扩展优势、物流优势能够逐步夺取更多市场份额，获得优质成长空间，从而可以获得更多的省内商超份额。

### 市场表现催化剂

消费数据转暖、公司业绩超预期。

### 盈利预测与投资评级

我们预计 2018-2020 年家家悦归母净利润分别为 3.98、4.91、5.52 亿元，按照最新股本计算，对应的摊薄每股收益分别为 0.85 元、1.05 元和 1.18 元。基于家家悦内生优势以及扩区发展的增长潜力，当前估值水平低于行业平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险因素：**消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

## 公司简介

### 公司基本情况

家家悦是山东省快速消费品领域连锁零售的龙头企业，是一家以超市连锁为主的多业态综合性零售渠道商，旗下业态有大卖场、综合超市、百货店、购物中心、精品超市、社区店、农村店、便利店等。公司前身是山东威海糖酒采购供应站，1995年公司开出第一家中心店，从传统批发企业开启了现代化连锁转型之路。目前公司拥有直营连锁门店 702 家，深耕胶东地区，网络拓展到山东省内威海、烟台、济南、青岛、潍坊、莱芜、临沂、枣庄、淄博、泰安等地的 40 多个市县。

2016 年 12 月公司在上交所主板上市，截止至 2019 年 3 月 18 日公司总股本为 4.68 亿股，总市值 111 亿，实际控制人是王培恒先生。

截止至 2018 年 Q2，公司各业态连锁门店数量 702 家，其中大卖场 99 家、社区综合超市 295 家、农村综合超市 236 家、百货店 12 家、便利店 8 家、宝宝悦等专业店 52 家门店。

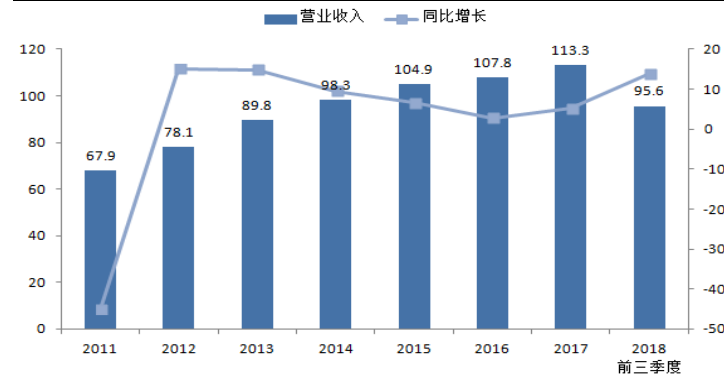
图 1: 家家悦在山东省内的布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

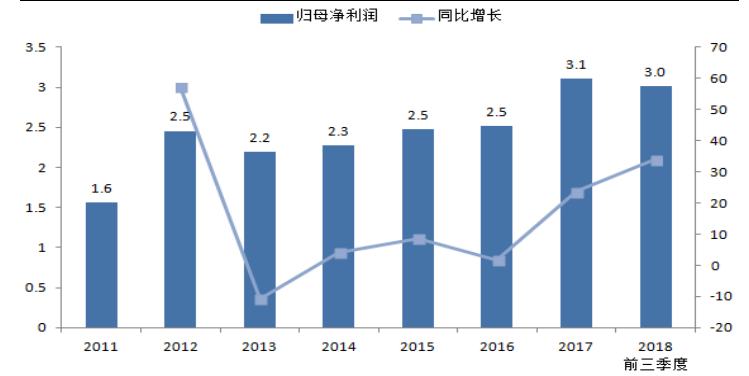
截止至 2018 年 Q3，公司营业收入为 95.6 亿元，同比增长 13.95%；归母净利润为 3.0 亿元，同比增长 34.03%。

图 2: 2011-2018 前三季度公司营业收入及同比增长(单位: 亿元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 3: 2011-2018 前三季度公司归母净利润及同比增长(单位: 亿元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

## 公司股权结构

表 1: 家家悦前十名股东持股情况 (2018 年三季度)

机构名称	股东性质	持股比例	持股数量
家家悦控股集团股份有限公司	境内非国有法人	58.64%	274,437,442
威海信悦投资管理有限公司	境内非国有法人	7.82%	36,591,659
上海鸿之铭创业投资中心(有限合伙)	境内非国有法人	3.06%	14,326,550
宁波弘鉴创业投资中心(有限合伙)	境内非国有法人	1.99%	9,312,120
全国社保基金五零二组合	未知	1.36%	6,373,939
中国银行-嘉实成长收益型证券投资基金	未知	1.32%	6,178,434
中国农业银行股份有限公司-长信内需成长混合型证券投资基金	未知	1.23%	5,778,978
中国农业银行-长信双利优选灵活配置混合型证券投资基金	未知	1.14%	5,326,100
工银国际资产管理有限公司-客户资金	境外法人	0.83%	3,902,620
全国社保基金六零二组合	未知	0.75%	3,525,716

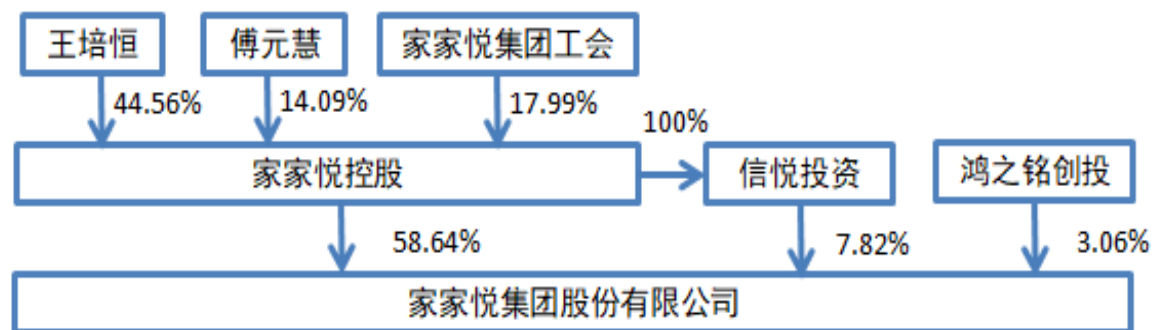
资料来源: 公司 2018 年三季度报, 信达证券研发中心整理



王培恒先生为实际控制人，核心管理层股权集中。截止至 2018 年 Q3，公司大股东家家悦控股集团股份有限公司（以下简称“家家悦控股”）直接持有公司 58.64% 的股份，是第一大股东；家家悦控股通过全资子公司威海信悦投资管理有限公司间接持有公司 7.82% 的股份。家家悦控股合计持有公司 66.46% 股份，王培恒先生持有家家悦控股 44.56% 的股权，因此王培恒先生持有公司 29.61% 的股份，同时担任家家悦控股董事长及公司董事长、总经理，为公司的实际控制人。

除了王培恒董事长，公司副总经理、董事傅元慧女士通过持有家家悦控股 14.09% 的股份，从而间接持有公司 9.61% 的股份。管理层持股比例高，

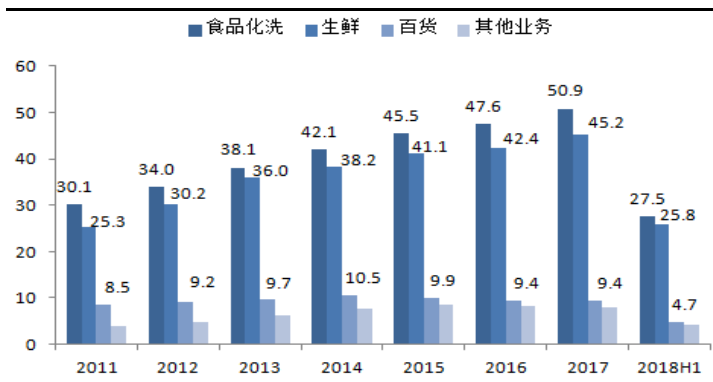
图 4: 家家悦股权结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

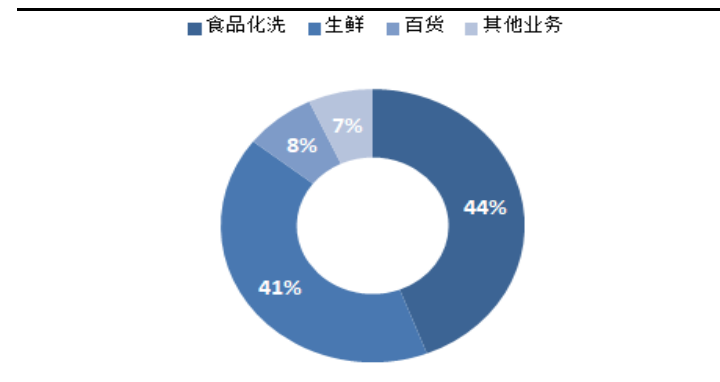
## 公司业务布局

图 5: 各品类的营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6: 各品类在营收中占比

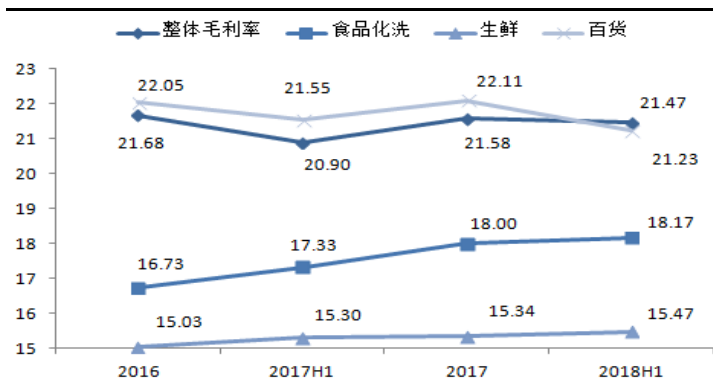


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从品类来看, 食品化洗和生鲜是主要品类。

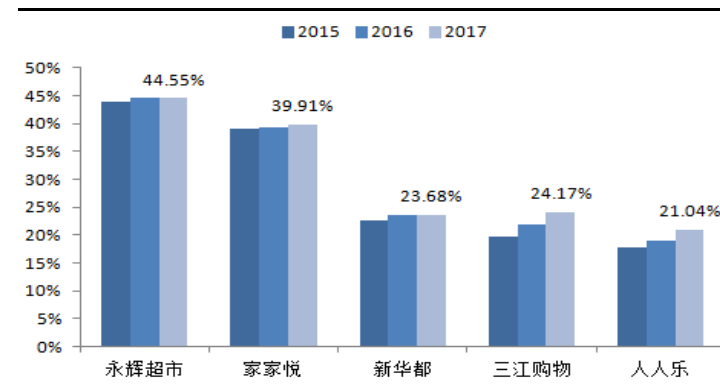
公司主营业务品类主要有食品化洗、生鲜、百货, 其中食品化洗和生鲜品类占比较大。2017 年食品化洗、生鲜、百货和其他业务营业收入分别为 50.9 亿元、45.2 亿元、9.4 亿元、7.9 亿元, 在营收中占比分别为 44%、41%、8%、7%。公司生鲜品类占比一直较高, 公司生鲜品类占比仅次于永辉超市, 远高于同行业的新华都、三江购物、人人乐等企业。

图 7: 各品类的毛利率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 公司生鲜品类占比仅次于永辉超市

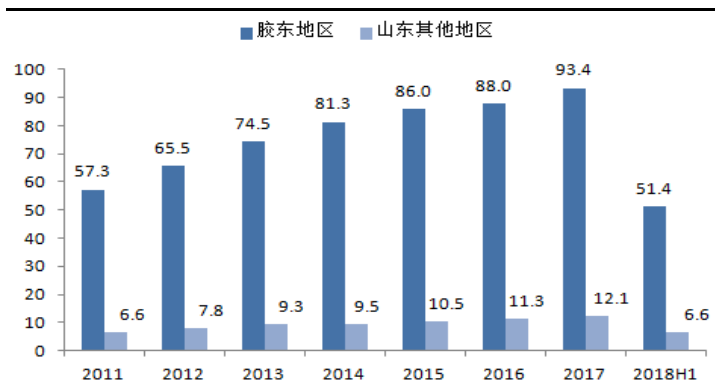


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司百货行业毛利率较高，但2018年H1呈下滑趋势。食品化洗和生鲜的毛利率都呈上升趋势。食品化洗品类毛利率从2016年的16.73%上升至2018年H1的18.17%，同期生鲜品类毛利率从15.03%上升至15.47%。截止至2018年H1，公司整体毛利率为21.47%。

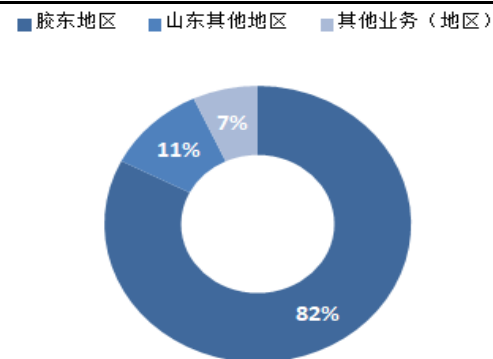
从区域来看，胶东地区是布局重点。

图 9: 胶东地区和非胶东地区营业收入 (单位: 亿元)



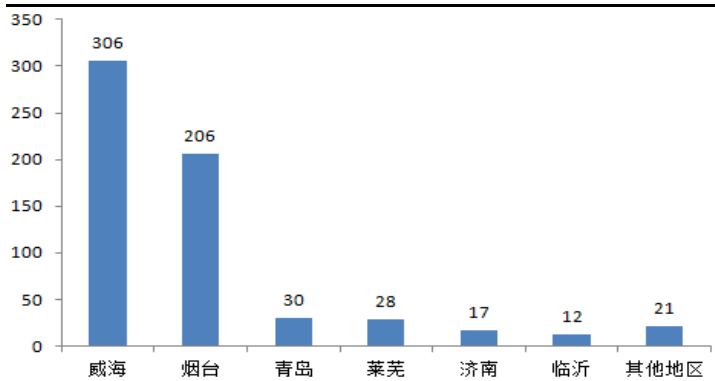
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 10: 胶东地区和非胶东地区在营收中占比



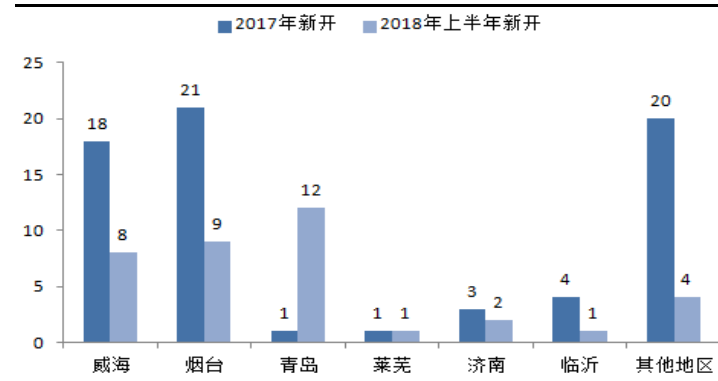
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 截止至 2016 年 9 月各地区门店数量



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 12: 各地区 2017 年和 2018 年上半年新开门店数量



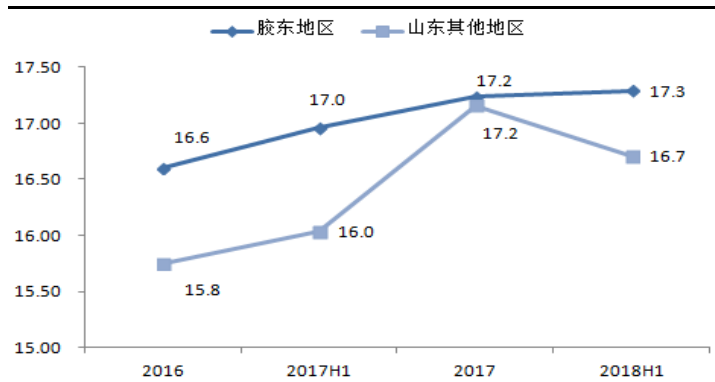
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 2018 年收购维客商业 51% 股权带来新并表 9 家门店

公司从威海起家，业务主要集中在胶东区域（威海、烟台等）。从门店数量来看，截止至 2016 年 9 月，公司门店在威海有

306家、烟台206家、青岛30家、莱芜28家、济南17家、临沂12家、其它地区21家。我们统计了公司2017年和2018年上半年新开门店，主要也是集中于威海和烟台地区。2017年新开门店68家，威海和烟台合计开店39家，占比57%；2018年上半年公司新开门店37家，威海和烟台合计开店17家，占比46%，其中青岛地区开店数激增主要由于2018年3月收购青岛维客商业连锁有限公司51%的股权导致维客商业9家门店并表，除去维客商业的9家门店，公司自身在青岛地区新开3家门店。从营收占比来看，胶东地区营收在整体营收中占比82%。

图 13: 胶东及非胶东地区毛利率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司毛利率整体看一直呈稳步上升的态势，作为公司传统优势地区，胶东地区的毛利率一直高于非胶东地区，2018年H1公司胶东地区毛利率为17.3%，山东非胶东地区毛利率为16.7%，胶东高出非胶东地区0.6个百分点。

## 内生优势为发展保驾护航

### 供应链：直采和强生鲜加工带来强壁垒

图 14：公司覆盖全国的采购网络



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

#### (1) 生鲜采购：强有力的生鲜壁垒

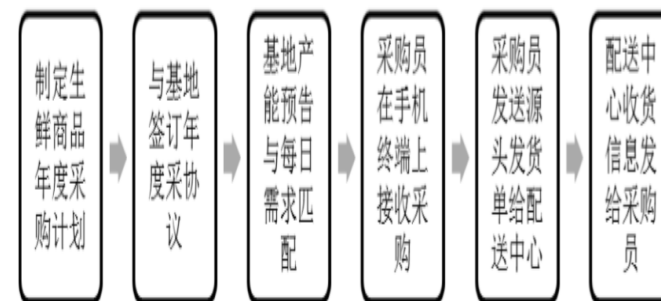
公司的生鲜采购主要采取基地直供的模式。公司已与遍布全国的 200 多个合作社或养殖场建立了稳定的合作关系，其中与 100 多个基地签订了 5 年以上的《基地合作协议》，2017 年公司直接采购规模达到 86.75%。公司完善的基地发展模式已经成为现代农产品供应的有力保障。

公司生鲜采购模式：总部生鲜采购部根据采购计划向各个采购人员下达采购订单；公司为采购人员提供了强大的技术支持，每个采购员配备了智能移动终端，采购员按总部要求进行采购后，将相关信息通过手机终端系统发送发货单；生鲜配送中心接收该发货单作为收货预告，根据货物在途时间准确安排场地、设备、人员、车辆等；到货后配送中心即收即拣即发，避免了仓储损失；最后配送中心将收货的最终信息通过移动终端反馈给采购员。

表 2：家家悦建立了较为稳定合作关系的主要合作社

合作社	成立时间	出资总额（万元）	经营范围	已合作年限
大石桥市三元茧业专业合作社	2009.05.13	35	组织收购、销售柞蚕茧	5 年
蛟河市白石山镇友好食用菌专业合作社	2010.04.01	126	组织收购、销售种植的食用菌	6 年
文登市宏达蔬菜专业合作社	2009.04.09	10	组织收购、销售种植的蔬菜	7 年
寿光耿平蔬菜专业合作社	2009.01.15	96	组织收购、销售种植的蔬菜	7 年

图 15：生鲜采购流程



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

寿光市豪豪果蔬专业合作社                      2012.01.10                      170                      组织收购、销售种植的果蔬                      3 年  
*资料来源：招股说明书，信达证券研发中心*

**表 3：家家悦建立了较为稳定合作关系的主要养殖场**

养殖场	成立时间	经营范围	已合作年限
即墨市吉忠家禽养殖场	2010.06.10	家禽养殖、零售禽蛋	4 年
荣成市百晟禽业有限公司	2007.03.14	生猪、蛋鸡饲养销售	8 年
文登市埠口广源蛋鸡厂	2011.05.11	鸡养殖、鸡蛋销售	4 年
烟台市芝罘区华胜养鸡厂	2006.10.26	鸡养殖、禽蛋产品销售	9 年
威海临港经济技术开发区山马头 蛋鸡养殖场	2011.11.30	蛋鸡养殖、鸡蛋销售	4 年

*资料来源：招股说明书，信达证券研发中心*

公司生鲜采购情况：

组织专家对合作基地提供技术支持，辅导合作基地农产品种植，定期进行实地跟踪巡检。对于上述合作基地的产品，公司拥有优先购买权。

通过对生鲜农产品的单品类管理，公司大大降低了生鲜农产品在“购、运、储、销”等环节的损耗率，提升生鲜农产品的盈利空间。

已建立了覆盖全国二十多个省市的采购网络，并已培养了经验丰富的采购团队。采购人员能够及时、稳定地采购全国各地有特色且平价优质的生鲜产品。

从 2013 年起，在国内基地采购模式逐渐成熟的基础上公司积极开发国外渠道，与南美洲、欧洲、东南亚等地的多个供应商建立合作关系，批量引进国外优势生鲜商品。未来公司将继续丰富和完善进口品类，与国内基地互为补充，巩固公司在生鲜品类方面的优势。

(2) 非生鲜采购：总部统采提升议价能力，厂家直采提升效率

公司非生鲜类的杂货采购主要采用总部统采和厂家直采的采购模式，目前已与 500 多家厂商建立了十年以上长期合作关系。

总部统采由公司统一与供应商签订供货合同，日常经营中门店库存由物流中心自动补货，各物流中心需要补货时将订单汇总至总部订单中心，由总部向供应商发出订单。总部统采可以最大限度的提高公司的议价能力，降低采购成本。厂家直采是公

司绕过代理商直接向厂家采购，和工厂建立起长期稳定的战略合作关系，提高效率降低成本。同时公司还设置了新品引进委员会，负责新品引进以适应新的消费习惯、丰富商品品类，从而保持公司产品类竞争力，增加消费者粘度。

图 16: 公司新品引进的流程



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

### (3) 生鲜加工：规模优势降成本，标准化生产升品质

由于生鲜品类具有非标准化及易损耗特性，超市企业需要对从源头直采的生鲜进行不同程度的加工后再对消费者进行销售。公司的生鲜分拣、初加工和深加工主要有五个生鲜物流中心承担（烟台、高密、莱芜生鲜物流中心只具备水果、蔬菜类农产品的分拣、配送功能，宋村、威海两处生鲜配送中心还兼具农产品的初加工与深加工能力）。

生鲜产品的 PC 加工（初加工：将采收的农产品进行挑选、洗涤、沥干、切分或不切分、包装的过程）主要由生鲜加工配送中心完成。公司的生鲜加工配送中心主要是通过基地采购、严格质量检测、恒温生产加工、低温储存、冷链配送为主要的物流物流服务系统。家家悦生鲜物流中心产品以“悦记飘香”为主打品牌，共 1,200 多个品种。宋村 PC 加工中心拥有果蔬包装、配菜加工、面食加工、海产加工、畜产加工、禽产加工和羊肉加工 7 个车间，生鲜产品每年的初加工能力 3 万吨。

生鲜产品深加工主要由中央厨房体系完成。2013 年下半年公司建成了国内超市行业领先的规模化中央厨房，将传统的单店厨师现场制作升级为由公司集中研发、统一配方、批量生产，集农副产品、熟食加工与配送于一体的现代化高效中央厨房体系。威海配餐中心设置了酱卤制品、中式面点、西式面点、快餐、粥汤、凉菜加工区六大功能区域，配备进口和国内高端设备和先进的化验检验中心，中央厨房年产能 2 万吨。

图 17: 公司生鲜产品的 PC 加工



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 18: 生鲜产品的深加工



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

## 物流: 基本覆盖全山东的物流体系

公司现已基本建成了覆盖山东全省的一体化物流配送网络, 构建了山东省内 2.5 小时配送圈, 杂货日均吞吐量超过 21 万件、生鲜日均吞吐量超过 1,600 吨。目前有 3 处现代化的杂货配送中心(威海、烟台、莱芜物流中心)和 5 处生鲜物流配送中心(威海、烟台、高密、莱芜、宋村生鲜物流中心)。正在建设的物流项目有 2016 年 IPO 时募投项目“莱芜生鲜加工物流中心”和 2017 年 4 月以自有资金投入建设的“烟台临港综合物流园”。

### (1) 杂货配送:

**中央、区域两级配送中心立体辐射:** 建立以威海物流中心为中央配送中心、以烟台物流中心及莱芜物流中心为区域配送中心的两级配送模式。中央配送中心负责低周转以及贵重商品存放, 区域配送中心只存放高周转商品, 以降低整体库存规模、提高周转率。通过库与库之间调配, 在保证配送效率的前提下, 提高公司整体存货周转率, 减少资金占用。

**自动补货系统保证门店即时需求:** 当门店库存降低到一定程度, 门店 DRP 系统的自动补货系统将生成订单, 门店员工根据实际情况(如促销时增大订货量)修改后发给物流中心, 物流中心收到订单后在总部 DRP 系统中记录并发货; 各物流中心的订单在总部 DRP 系统中汇总至订单中心, 由公司总部统一向供应商采购。

### (2) 生鲜配送:

**深度覆盖山东全省:** 宋村、威海、烟台、高密 4 个生鲜配送中心覆盖鲁东地区, 建设中的莱芜生鲜加工物流中心覆盖鲁西地区, 建成后公司的区域一体化生鲜配送体系实现深度覆盖山东省全境。



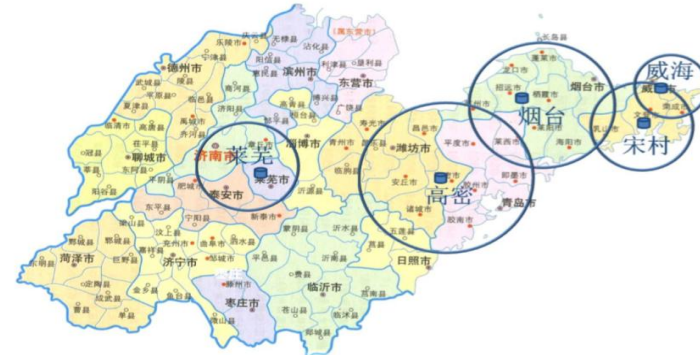
**高频配送：**生鲜产品每天早上与下午（按需）配送两次，迎合居民消费需求，最大程度地保证了门店生鲜产品的新鲜度。

图 19: 公司三个杂货物流中心配送范围



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 20: 公司五个生鲜物流中心配送范围



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**高比例集中配送：**公司通过与供应商、基地、农户等建立起长期稳定的合作关系，通过生鲜加工配送中心集中配送，生鲜产品的集中配送比例都在 70%以上。

**冷链全程监控：**公司对有冷藏需求的生鲜商品采用冷链配送、GPS 定位，全程监控冷链配送车内温度及车辆运输状态。

**实时处理，及时响应：**公司为采购员配备了专用移动终端，订货后即时向物流中心出发货预告，物流中心收货时使用平板电脑确认、过秤、分拣，同时根据系统中的门店配货要求立即发货，实现即收即拣即发，减少损耗、避免仓储损失。

表 4: 公司现有物流配送中心

仓型	名称	建筑面积（万平方米）	日平均吞吐量	日峰值吞吐能力
杂货仓	威海物流中心	4.10	11 万件	20 万件
	烟台物流中心	3.35	6 万件	10 万件
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
生鲜仓	威海生鲜物流中心	3.20	340 吨	700 吨
	烟台生鲜物流中心（中央厨房）	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.20	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	130 吨	500 吨
	宋村生鲜加工物流中心（PC 加工）	2.12	790 吨	2200 吨
合计		16.89		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 5: 公司建设中的物流配送中心**

仓型	项目名称	建筑面积 (万平方米)	预计投入使用时间
生鲜仓	莱芜生鲜加工物流中心	3.4	2019 年下半年整体完工
常温仓+生鲜仓	烟台临港综合物流园	9.7	一期: 2018 年年底 二期: 2019 年下半年
合计		13.1	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**烟台临港综合物流园项目**为公司在烟台市新建的集常温物流、生鲜 PC 加工配送于一体的仓储物流项目。项目占地面积约 191.52 亩, 总建筑面积 97,294 平方米, 项目估算总投资 4.5 亿元。公司现有的烟台物流配送中心功能仅限于仓储配送, 随着物流中心配送辐射范围内超市连锁规模的扩大, 消费者对 PC 加工产品的需求不断升级, 现有的设施已经无法满足门店生鲜配送、低温存储、PC 加工以及物流仓储的需求。项目建成后, 将增加烟台物流配送中心的冷链仓储能力、PC 加工能力, 进一步丰富 PC 产品品种, 更好地满足消费者的需求。预计 2019 年下半年整体完工投入使用。

**莱芜生鲜加工物流中心项目**为 2016 年 IPO 募投项目。公司现有的五个生鲜物流中心具有的生鲜处理能力差异较大。作为公司的总部根据地, 威海配送中心具有农产品的初加工和深加工能力, 但很难长途配送到济南、莱芜周边及潍坊以西地区; 烟台、高密、莱芜生鲜配送中心目前只具备水果、蔬菜类农产品的分拣、配送功能。现在莱芜、济南及周边地区连锁超市暂时是利用常温配送中心的仓储区, 提供简单的水果、蔬菜的分拣、配送服务, 无法共享威海生鲜加工配送中心的加工优势。莱芜生鲜加工配送中心建成后将形成年 19.42 万吨的生鲜配送能力, 将具备农产品仓储、初加工、配送等综合性的功能, 仓储、加工和配送的能力大幅提高, 生鲜加工类产品的配送区域将覆盖潍坊、淄博、济南、莱芜、临沂、枣庄等周边区域, 更好满足市场消费需求, 适应公司“向西拓展”的发展战略。根据公司最新公告, 莱芜生鲜加工中心项目建设进度有所延缓, 目前该项目前期设计和相关准备已完成, 已开工建设, 生鲜加工物流中心延期至 2019 年 12 月末。

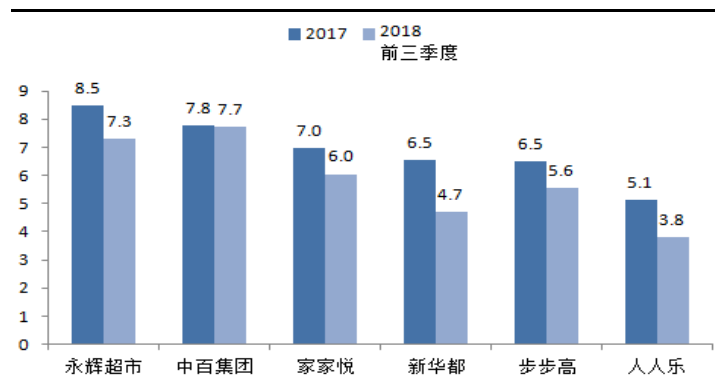
**表 6: 莱芜生鲜加工物流中心项目规划**

项目	配送量 (吨)
配送	150,850
果蔬	137,156
鲜海产	9,610
生肉禽	4,084
PC 初加工	43,308
果蔬包装	17,769
水产包装	1,218
禽产分隔	13,286

肉禽加工	2,801
净菜加工	8,234
合计	194,158

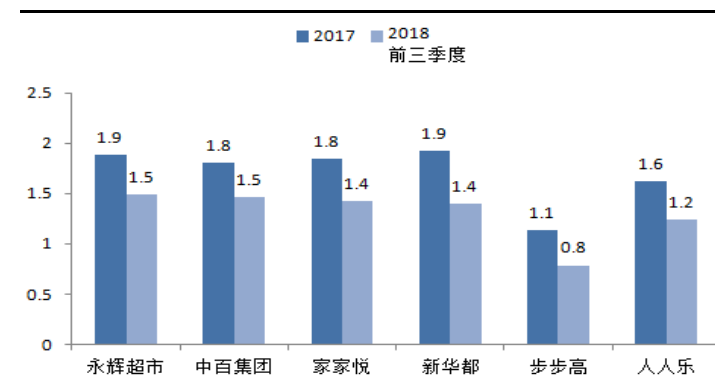
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：超市行业存货周转率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：超市行业总资产周转率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在公司覆盖全省的一体化物流体系下，实现了高效及时的配送服务，同时存货周转率保持在行业领先水平。2017 年和 2018 年前三季度，公司存货周转率分别为 7 和 6，高于行业平均水平。

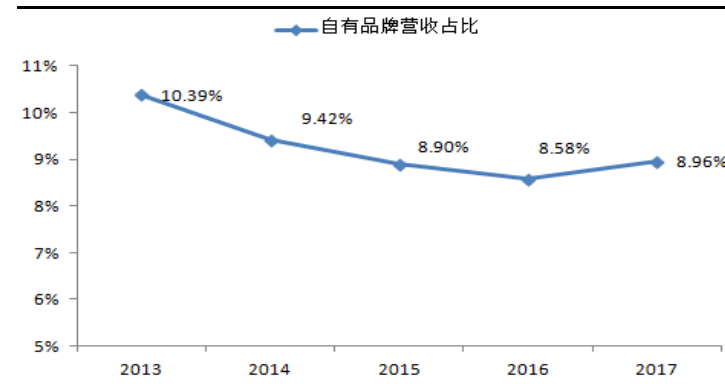
### 自有品牌：多品种广覆盖，提升毛利率

自有品牌相较于同类产品具有价格低、销售成本低、毛利空间高等特点，公司选取了品牌关注度较弱、销售量大、购买频率高的商品作为自有品牌。目前公司已经形成了“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“柔可馨”等多个自有品牌，涵盖了食用油、干货食品、自制熟食、卫生用品等商品种类。自有品牌拥有公司自身赋予的品牌优势，在价格上具有较高的市场竞争力，可以做到及时应对市场变化与积极参与同行业竞争。

近年来公司自有品牌销售保持在 9-10 个亿的规模左右。由于公司近年来开店加速，营收规模扩大较快，自有品牌占比略有下滑，2013-2016 年分别为 10.39%、9.42%、8.90%、8.58%。2017 自有品牌占比略有提升，达到 8.96%。

**图 23: 公司自有品牌**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

**图 24: 公司自有品牌营收占比**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**表 7: 公司自有工厂及联营工厂**

合作模式	生产商	品类	品牌	简介
自有工厂	荣光实业	大米、花生油、大豆油、调和油等	荣光 品品香	具备年压榨花生 5 万吨, 年处理水稻 4 万吨的能力, 原料仓储能力 1 万吨, 油罐罐容 9,000 吨, 各车间生产工艺先进, 自动化程度高, 被威海市政府确定为粮油储备基地。
	荣成麦香苑	面包	麦香苑	拥有两条远红外隧道炉自动烘烤生产线和自动冷却自动化生产线, 主要生产蛋糕、桃酥、月饼、糕点和面包等传统食品。
	海悦纺织	服装	佳飞悦	纺织品、针织品、皮革制品、鞋帽等加工销售。
	奇爽食品	食品	奇爽	主要产品为“奇爽”豆干类休闲食品。
联营工厂	威海蜡笔小新	食品	蜡笔小新 麦奇	主要产品为烘烤类糕点, 设计年生产能力 3,000 吨。
	威海一叮食品	食品	一叮	专业生产中、高档面条制品。
	晨堡食品	食品	名门本家	主要从事猪蹄、凤爪、酱肉制品的加工与销售。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

截止至 2016 年三季度, 公司自有工厂的产能利用率均未达 100%, 产销量都接近 100% 或者超出 100%。生产食用油的荣光实业产能利用率是 67.6%, 生产面包制品的麦香苑产能利用率稍高为 88%, 但是生产食品的奇爽食品 (21.51%) 和生产服装的海悦纺织 (21.80%) 产能利用率都只在 20% 左右, 产量远低于产能水平。我们认为随着公司在胶东地区的深度扎根和非胶东地区的广度扩展, 产能还未饱和的四家自有工厂都有较大的提升空间, 来适应新覆盖区域的商品需求。随着产量的不断提

升，公司自有品牌营收占比还有进一步扩大的空间。

**表 8：公司自有工厂产能、产量及产销率（单位：吨）**

	报告期	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
荣光实业	2016 年前三季度	47,925	32,402	67.61%	32,323	99.76%
荣成麦香苑	2016 年前三季度	1,500	1,320	88.00%	1,271	96.28%
奇爽食品	2016 年前三季度	795	171	21.51%	167	97.66%
海悦纺织	2016 年前三季度	361,500	78,815	21.80%	100,497	127.51%

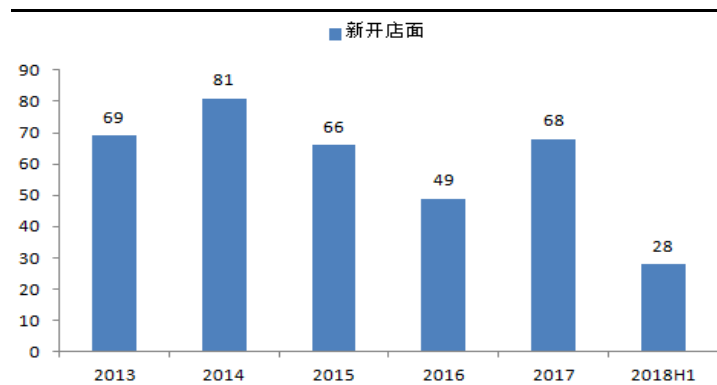
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

## 跨区扩展带来增长潜力

### 展店收购并举，加速扩张之路

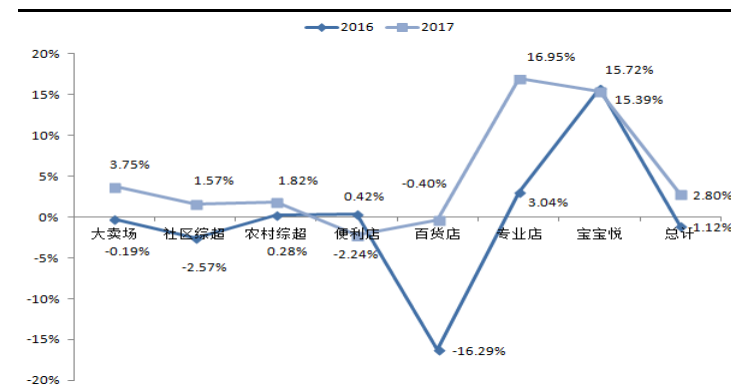
开店速度加快，同店持续好转。公司 2013-2015 年为高速扩张期、2016 年进行了内生调整，2017 年开始提出“向西部拓展”的战略，较大力度开始外延扩张道路。在这样的发展背景下，公司 2015、2016 年连续两年新开店数量下滑，2017 年扭转下滑趋势，新开门店 68 处。从地区来看，胶东地区 56 家，山东其他地区 12 家；从业态来看，大卖场 11 家、社区综合超市 20 家、农村综合超市 15 家、宝宝悦 18 家、便利店 3 家、百货店 1 家。

图 25: 2013-2018H1 新开店面情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26: 公司 2 年以上成熟店面营收同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

除了快速展店外，公司还加快门店升级改造，2017 年改造了约 100 处门店，对门店调整布局，优化购物环境，增强服务，为消费者提供更好的购物体验。在门店升级改造作用下，公司同店改善明显，2017 年公司开业 2 年以上的成熟门店营业同比增速较 2016 年大幅提高（便利店业态除外）：大卖场从-0.19%提升至 3.75%、社区综超从-2.57%提升至 1.57%、农村综超从 0.28%提升至 1.82%、百货店从-16.29%提升至-0.40%、专业店从 3.94%提升至 16.95%，便利店从 0.42%下降至-2.24%，综合来开，公司同店增速从 1.12%提升至 2.80%，提升了 1.68 个百分点。

**收购维客商业 51%股权：强化供应链优势、助力拓张青岛地区业务。**公司 2017 年 12 月，公司公告拟以自有资金 3.44 亿元受让青岛维客商业连锁有限公司（以下简称“维客商业”）51%股权。2018 年 2 月公司已完成股权登记相关手续。

青岛维客集团股份有限公司（以下简称“维客集团”）前身是国营崂山百货大楼，历经 60 余年的变革与发展，维客集团现已成为一家集百货、超市、物流配送、地铁商业、物业经营于一体的多元化大型企业集团，是中国服务业 500 强和山东省重点连锁发展企业，在青岛地区具有较强的市场影响力。公司收购的维客商业是维客集团旗下的连锁超市业务版块。

维客商业已在青岛从事超市连锁经营十年以上，现有 9 家门店，总面积约 10 万平方米。现有门店的商圈位置较好，门店业绩具有较大的提升空间。青岛作为山东重要的城市，在经济、政策、人口方面的优势，以及较高的人均消费能力，使得青岛地区零售企业具有更大的扩张空间和发展潜力。维客品牌在青岛具有较好的品牌效应和较高的美誉度，合作后有利于公司加快网络布局。维客商业在当地有完善的常温物流中心（2.9 万平方米）、生鲜物流加工中心（1.3 万平方米），在完成资源整合后，可以形成良好的供应链协同效应，增强公司在青岛地区的供应链优势，提升现有门店的盈利能力和竞争能力，并支撑未来加快连锁网络拓展。维客商业 2016 年营业收入为 7.29 亿元，净利润-3088.09 万元；2017 年 1-6 月份营业收入为 4.03 亿元，净利润-628.55 万元，2017 年上半年业绩大幅改善主要是综合毛利额增加及合理费用管控。

**表 9：维客商业门店情况**

门店	区域	面积（平方米）
金水路店	青岛李沧区	20,000
沧口店	青岛李沧区	7,000
沧口公园店	青岛李沧区	20,000
平度店	青岛平度市	13,881.33
胶南店	青岛胶南区	22,011
高密店	高密市	5,500
莱阳店	莱阳市	9,625.07
运海城店	青岛黄岛区	5,500
满家好店	青岛李沧区	1,000
合计		104,517.40

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 10：维客商业物流中心情况**

物流中心	面积
常温物流中心	2.93 万平方米
生鲜加工物流中心	1.26 万平方米

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**投资张家口福悦祥超市开启跨省扩张第一步。**2018年11月公司发布公告称拟以自有资金投资1.56亿元，通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司(以下简称福悦祥)67%股权其中受让股权投资8637万元，对标的公司增资7000万元。标的公司合计持有张家口11家超市门店(2家未开业，总面积3.68万平方米，以大卖场业态为主)和福祥物流100%股权(13.21万平方米，公司未来拟规划建设常温物流和生鲜加工中心及中央厨房。)。2018年前三季度福悦祥营业收入为8531.28万元，净利润-888.68万元。

公司深耕胶东多年，2017年开启向西部发展的战略，加速在鲁中和鲁西的扩张。在2017年收购维客商业的基础上，此次通过投资张家口福悦祥超市开启全国扩张的第一步。我们预计公司将派出团队帮助福悦祥进行管理优化，输出家家悦供应链优势及管理经验，从而优化福悦祥的经营情况，同时也帮助公司积攒品牌和经验输出经验，为更进一步的扩张做好充足准备。

**表 11：张家口福悦祥超市门店情况**

区域	超市数量	面积(平方米)
张家口市万全区	3	7,278.12
张家口市经济开发区	2	6,157.06
张家口市桥东区	2	6,948.31
张家口市桥西区	1	3,345.42
张家口市沽源县	2	7,606.66
张家口市高新区	1	5,483.00
总计	11	36,818.57

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 家家悦在山东省内商超竞争中的优势

在家家悦“山东广度、胶东深度”的区域密集战略指导下，公司开始向山东西部(特别是青岛、济南等地)大力扩张。为了更好的测算家家悦在省内的增长空间，我们以青岛、济南为例，分析了当地城市的商超竞争格局，来看家家悦在非胶东地区作为“异地扩张”企业和本地商超的竞争过程中是否有优势。

(1) 山东是经济、人口、生鲜大省，为零售发展提供广阔空间



**表 12: 2017 年我国 GDP、人口、社零排名前五的省份**

GDP 排名 (万亿元)			人口排名 (亿人)			社零排名 (万亿元)		
1	广东	8.99	1	广东	1.10	1	广东	3.82
2	江苏	8.59	2	山东	0.99	2	山东	3.36
3	山东	7.26	3	河南	0.95	3	江苏	3.17
4	浙江	5.18	4	四川	0.83	4	浙江	2.43
5	河南	4.50	5	江苏	0.80	5	河南	1.97

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

山东是我国的人口大省, GDP 和社会零售总额在我国均排在前列。2017 年, 山东省国内生产总值为 7.26 万亿元, 同比增速 7.4%, 位列全国第二; 社零总额为 3.36 万亿元, 同比增速 9.8%, 位列全国第二; 省内人口 9946.64 万人, 位列全国第三。山东省总体经济形势较好, 良好的经济发展环境为山东省零售市场提供了广阔的发展空间。

2017 年山东省常住人口城镇化率 59.02%, 远低于广东 (69.2%)、江苏 (67.7%)、浙江 (67%) 等沿海发达地区, 潜在的提升空间为山东零售市场, 特别是村镇零售市场的进一步发展提供动力, 山东当地具有先发优势的零售企业有较大扩张潜力。

除了经济优势, 山东还有很强的生鲜禀赋优势, 是中国的“菜篮子”、“中国温带水果之乡”, 2017 年山东省农林牧渔业总产值为 5114.70 亿元, 为全国第一。

**表 13: 农林牧渔产值排名前十的省份 (单位: 亿元)**

省份	GDP: 第一产业: 农林牧渔业
山东	5,114.70
四川	4,365.11
江苏	4,314.53
河南	4,310.55
广东	3,712.71
湖北	3,690.30
河北	3,297.76
湖南	3,165.28
黑龙江	3,036.88
广西:	2,964.65

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

(2) 推算市场空间: 山东省商超市场规模在 2846 亿元

根据欧睿数据, 2017 年中国综超市场规模在 3.1 万亿元, 我们假设山东省社零数据在全国的比重 (9.18%) 和商超规模在全国比重一致, 推算出山东省的商超规模在 2846 亿左右。公司主要布局的威海、烟台两个地区的商超规模合计为 412.83 亿元。向西拓展的主要进驻城市青岛和济南的商超规模分别是 384.07 亿元和 350.67 亿元, 较公司传统优势区域 (威海、烟台) 有更大的市场空间。

图 27: 欧睿测算的中国综超市场规模

SEARCH RESULTS / Market Sizes											
Historical <span style="float: right;">Category Definitions   Region Definitions   Calculation Variables</span>											
CONVERT DATA + CHANGE DATA TYPES ▾ Σ GROUP SUM ▾ 2013 ▾ 2018 ▾ APPLY → CHANGE STATS TYPE ▾ MODIFY SEARCH + 🔍 ⏴ ⏵ ☆ 🖨️											
Stats Type ▾	Geography ▾	Category ▾	Data Type ▾	Unit ▾	Current Constant ▾	2013 ▾	2014 ▾	2015 ▾	2016 ▾	2017 ▾	2018 ▾
■ ■	China	Store-based Retailing	Retail Value RSP excl Sales Tax	CNY million	Current Prices	9,963,592.3	10,546,115.1	10,987,050.3	11,347,486.4	11,820,333.0	12,310,962.6
■ ■	China	Store-based Retailing	Retail Value RSP incl Sales Tax	CNY million	Current Prices	11,657,402.5	12,338,954.2	12,854,848.4	13,276,558.6	13,829,789.1	14,403,825.7
■ ■	China	Modern Grocery Retailers	Retail Value RSP excl Sales Tax	CNY million	Current Prices	2,578,173.7	2,750,136.7	2,849,378.1	2,905,328.4	2,987,873.4	3,073,403.7
■ ■	China	Modern Grocery Retailers	Retail Value RSP incl Sales Tax	CNY million	Current Prices	3,016,463.1	3,217,659.9	3,333,772.2	3,399,234.1	3,495,811.8	3,595,882.2
■ ■ ■ ■	China	Traditional Grocery Retailers	Retail Value RSP excl Sales Tax	CNY million	Current Prices	1,444,035.4	1,478,247.2	1,477,948.4	1,474,628.3	1,485,904.2	1,489,187.1
■ ■ ■ ■	China	Traditional Grocery Retailers	Retail Value RSP incl Sales Tax	CNY million	Current Prices	1,689,521.3	1,729,549.1	1,729,199.6	1,725,315.0	1,738,507.9	1,742,348.8
■ ■	China	Non-Store Retailing	Retail Value RSP excl Sales Tax	CNY million	Current Prices	827,840.0	1,313,039.8	1,962,078.2	2,530,259.6	3,308,327.1	4,066,668.0
■ ■	China	Non-Store Retailing	Retail Value RSP incl Sales Tax	CNY million	Current Prices	958,325.4	1,511,469.6	2,225,917.6	2,858,009.1	3,705,517.0	4,531,088.9

Research Sources:  
 1. Retailing: Euromonitor from trade sources/national statistics

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

(3) 拓展前景: 非胶东地区蕴含广阔市场空间

公司深耕的胶东地区在山东以东, 主要城市有青岛市、烟台市、威海市。地理环境上靠海, 是中国沿海重要组成部分, 我国重要的工业、农业、服务业基地, 是经济较为发达地区、是现代化发展程度较高的区域之一。胶东地区的社零总额占山东省

全省的 28%，比重较小。作为一家从威海起家的公司，家家悦营收结构中胶东地区占比较重，在 87%左右。

2017 年公司提出“山东广度、胶东深度”的区域密集战略，开始向鲁西大力扩张，结合公司 2016 年 IPO 募投开店计划（拟开设 300 家店，其中胶东地区 169 家、其他地区 131 家。现调整为在新开大卖场和综合超市总面积 558,105 平方米不变的情况下，根据物业情况相应调整门店数量），我们认为公司在山东省内（胶东地区的青岛，以及非胶东地区）还存在巨大的扩张空间和发展潜力。

**表 14：山东省各地级市社会消费品零售总额（单位：亿元）**

城市	2017 年社会消费品零售总额	在山东省社零总额中占比	推算的商超规模
青岛	4,541.00	13.50%	384.07
济南	4,146.10	12.32%	350.67
烟台	3,273.08	9.73%	276.83
潍坊	2,737.92	8.14%	231.57
临沂	2,721.64	8.09%	230.19
淄博	2,373.98	7.06%	200.79
济宁	2,259.19	6.71%	191.08
菏泽	1,650.45	4.90%	139.59
泰安	1,608.31	4.78%	136.03
威海	1,607.94	4.78%	136.00
德州	1,537.12	4.57%	130.01
聊城	1,278.83	3.80%	108.16
枣庄	982.14	2.92%	83.07
滨州	968.71	2.88%	81.93
东营	862.29	2.56%	72.93
日照	720.29	2.14%	60.92
莱芜	380.00	1.13%	32.14
合计	33,648.99		2846

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：计算方法为：各城市的商超规模=山东省商超规模×各城市在山东省的社零比重。

**表 15: 2017 年胶东地区和其他地区社零数据**

地区	2017 年社会消费品零售总额		公司 2017 年营业收入		公司 2017 年门店数量	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	数量 (个)	占比
胶东地区 (青岛、威海、烟台)	9,422.02	28%	93.36	88.53%	589	87.26%
山东其他地区	24,226.97	72%	12.09	11.47%	86	12.74%
山东省合计	33,648.99	100%	105.46	100.00%	675	100%

资料来源: 万得, 公司公告, 信达证券研发中心

#### (4) 青岛商超竞争格局:

青岛主要的商超连锁品牌有利群股份、青岛利客来、青岛维客和家家悦。

#### 利群股份

**表 16: 利群股份的门店情况 (综合商场内含超市业态, 此处一并列出)**

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平方米)	门店数量	建筑面积 (万平方米)
青岛	综合商场	5	9.32	12	33.84
	购物中心	3	11.11	3	11.17
	综合超市	1	0.89	6	3.55
	生鲜社区店			2	0.25
烟台	综合商场	2	7.71	1	1.27
	生鲜社区店			1	0.039
威海	综合商场	2	6.14	1	1.96
日照	综合商场	1	4.37	1	3.47
	综合超市			1	1.19
东营	综合商场			1	5.90
淄博	综合商场			1	5.58
	综合超市			1	2.57
潍坊	综合商场			1	3.93
连云港	购物中心	1	5.05		
	合计	15		32	

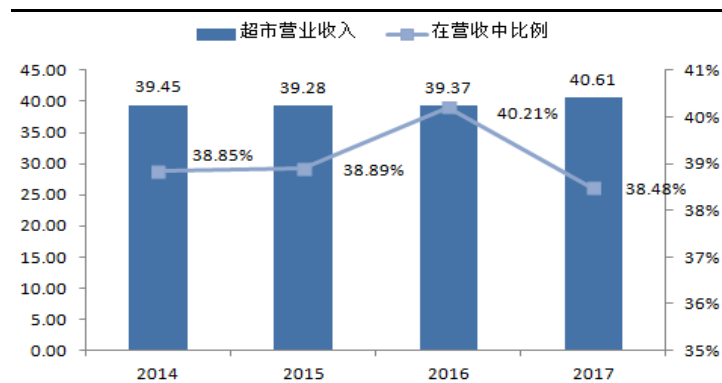
资料来源: 利群股份公司公告, 信达证券研发中心

利群股份是青岛本地的一家上市零售企业，门店遍布在青岛、烟台、威海、日照、东营、淄博、潍坊以及江苏连云港地区，形成了以中高端商业综合体为旗舰，购物广场为中心店，中型超市、家电卖场、便利店、生鲜社区店为补充的商业零售格局。2017 年利群股份营业收入为 105.54 亿元，其中超市板块实现营业收入 40.61 亿元，同比增长 3.15%，毛利率为 15.41%，同比增加 0.86 个百分点。

利群股份在扩张早期以“百货+超市+电器”业态组合进行扩展，超市多在自有百货内，承担引流功能。根据公司 2017 年年报，综合商场和购物中心合计有 35 家（内含综合超市业态），独立综合超市门店 9 家（青岛 7 家、日照淄博各 1 家），我们认为利群股份在山东省内商超规模在 40-50 家之间。披露的独立综合超市建筑面积合计 8.2 万平方米，平均单店面积 0.91 万平方米；生鲜社区店“福记农场”3 家（青岛 2 家、烟台 1 家），建筑面积合计 0.29 万平方米，平均单店面积 967 平方米。

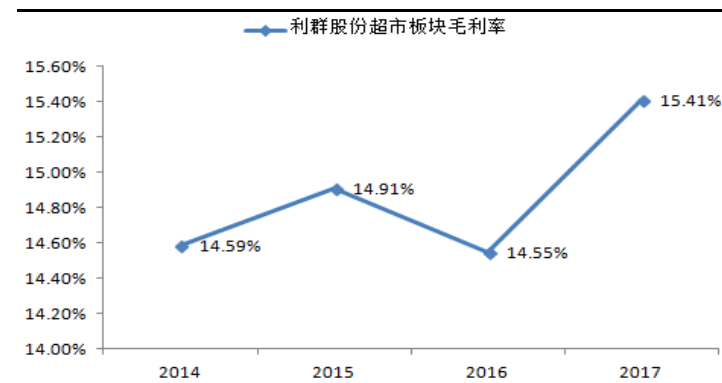
物流方面，利群股份拥有 3 座物流中心，分别位于青岛市李沧区、青岛市市北区以及青岛胶州市，物流中心土地仓储面积 28.3 万平方米，其中冷链仓储面积 3.8 万平方米，仓储种类繁多，能够独立承担标品和生鲜的仓储和配送工作，配送区域辐射山东半岛及周边的多个地区，日配送半径超过 300 公里。

图 28: 利群股份超市板块营收及在营收中占比 (单位: 亿元)



资料来源: 利群股份公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 利群股份超市板块毛利率



资料来源: 利群股份公司公告, 信达证券研发中心

## 青岛利客来

利客来是山东本地一家非上市连锁企业，旗下有百货、超市、便利店等多业态，辐射青岛、济宁、烟台等地区，拥有李村、城阳、中山路悦喜客来、莱西、平度、海阳等大型购物中心，中央公园、上马、惜福镇、王哥庄、李哥庄、明村、南墅等 40 余家大卖场及连锁超市。根据利客来官网披露，旗下合计有 26 家超市，较少覆盖青岛城市核心区域，多分布在城阳区、青岛下辖即墨市、胶州市。

**图 30: 青岛利客来持有的超市情况**

利客來公园生活广场	利客來李哥庄超市	利客來元庄商场
利客來惜福镇超市	利客來棘洪滩超市	利客來胶莱超市
利客來上马超市	利客來南万超市	利客來铺集商场
利客來王哥庄超市	利客來中黄埠超市	利客來店集超市
利客來云南路生活广场	利客來藍村超市	利客來湘潭路超市
利客來沙子口超市	利客來注里超市	李权庄超市
利客來江山超市	利客來仙家寨超市	利客來即墨生活广场
利客來东庄头超市	利客來胶东商场	

资料来源: 利客来官网, 信达证券研发中心

### 青岛维客

维客集团是青岛本地集百货、超市、物流配送、地铁商业、物业经营于一体的多元化大型企业集团。旗下商超业务板块维客商业已在青岛从事超市连锁经营十年以上, 现有 9 家门店, 总面积约 10 万平方米。2018 年家家悦以自有资金 3.44 亿元受让青岛维客商业连锁有限公司 (以下简称“维客商业”) 51% 股权。青岛维客的门店情况已在上文进行讨论。

#### (5) 济南商超格局:

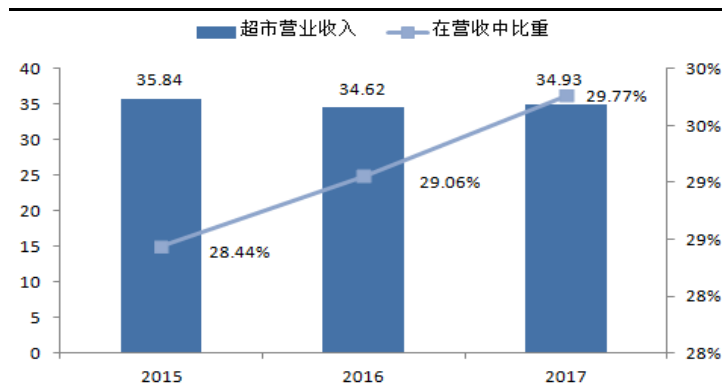
济南市主要连锁商超品牌有银座股份、华联超市。

## 银座股份

银座股份是山东省国资委控股的，立足山东兼顾省外周边地区发展的大型商业零售企业，覆盖百货商场、大型综合超市、购物中心三种业态，已在省内 13 地市开设 126 家门店。2017 年实现营业收入 120.39 亿元，其中超市板块实现营业收入 34.93 亿元，同比增长 0.82%，实现毛利率 12.54%，较 2016 年减少 0.49 个百分点。

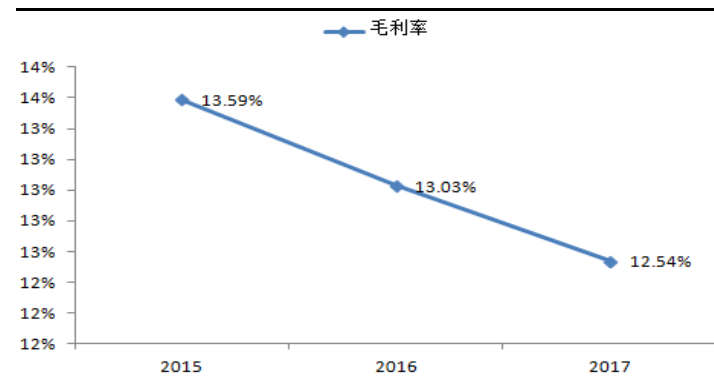
银座股份合计持有 56 家超市，合计建筑面积 76.89 万平方米，平均单店面积 1.37 万平方米；银座股份在济南合计持有 22 家超市，合计建筑面积 33.2 万平方米，平均单店面积 1.51 万平方米。

图 31: 银座股份超市板块营收及在营收中占比



资料来源: 银座股份公司公告, 信达证券研发中心

图 32: 银座股份超市板块毛利率



资料来源: 银座股份公司公告, 信达证券研发中心

表 17: 银座股份旗下超市板块门店情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平方米)	门店数量	建筑面积 (万平方米)
滨州地区	大型综合超市			7	8.11
德州地区	大型综合超市			2	1.92
东营地区	大型综合超市			5	9.80
菏泽地区	大型综合超市			2	4.38
济南地区	大型综合超市	1	0.45	21	32.75
莱芜地区	大型综合超市			1	0.13
临沂地区	大型综合超市			8	9.93
泰安地区	大型综合超市	1	2.2	4	5
淄博地区	大型综合超市			4	4.87

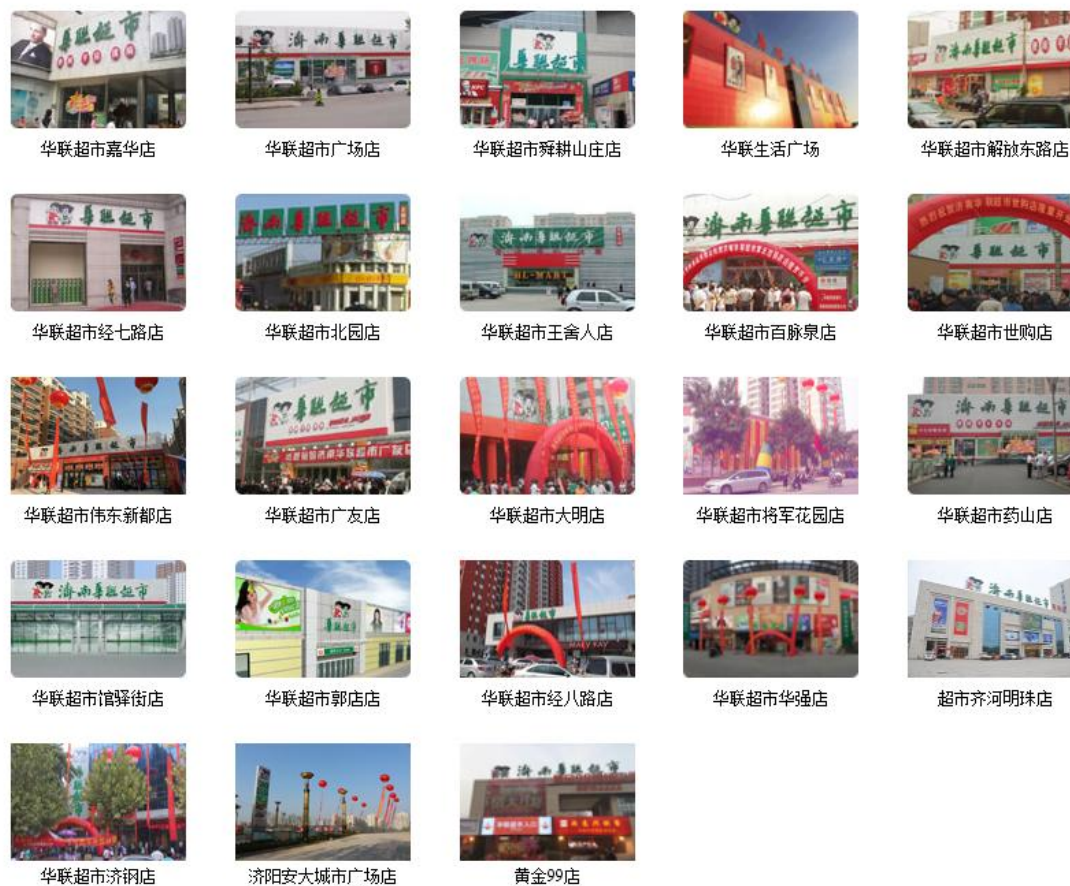
合计 2 2.65 54 76.89

资料来源：银座股份公司公告，信达证券研发中心

### 华联超市

济南华联超市有限公司隶属于济南华联商厦集团股份有限公司，目前拥有嘉华店、广场店、舜耕店等二十三家分店。

图 33：济南华联超市旗下门店情况



资料来源：济南华联超市公司官网，信达证券研发中心



(6) 通过分析, 我们得出家家悦异地扩张的优势

#### A、山东省超市业务营收规模最大的零售企业, 经营指标位居前列

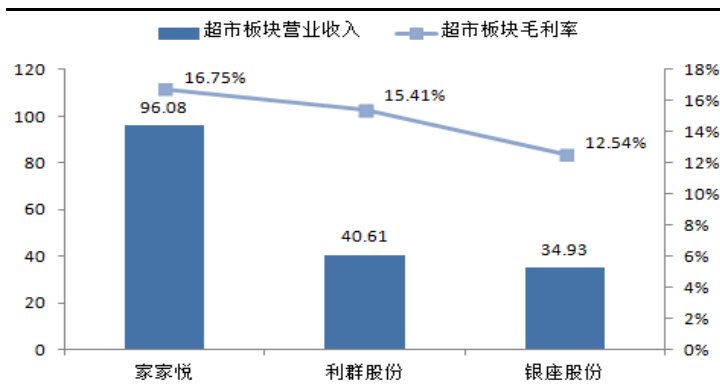
山东省上市的零售企业主要有家家悦、利群股份、银座股份三家, 非上市大型零售企业还有烟台振华集团、利客来、华联超市等。单就超市板块看, 家家悦的营收规模远超出利群股份和银座股份的超市板块营收。2017 年家家悦超市板块营收(总营收减去百货板块营收)为 96.08 亿元, 近乎是利群股份超市板块的(40.61 亿元)的两倍, 和银座股份超市板块(34.93 亿元)的三倍。

除了在营收规模方面的优势, 家家悦的超市板块毛利率也是大大优于另外两家上市企业, 2017 年家家悦超市板块毛利率为 16.75%, 同期利群股份和银座股份毛利率分别是 15.41% 和 12.54%。

三费率方面, 由于家家悦核心业务即是超市业务, 而另外两家核心(以营收比重来看)业务都为百货, 三费方面并没有按板块拆分, 所以三家的费率目前没有可比性。

家家悦是 A 股上市超市行业里, 生鲜占比仅次于永辉超市的企业。一般来讲生鲜毛利率偏低, 特别是生鲜占比较重的企业毛利率往往会被拉低。即使是这样, 高比例生鲜的家家悦毛利率仍然是高于山东省另外两家企业的超市板块毛利率, 我们认为家家悦的供应链优势和管理优势使得自身的毛利率高于本地竞争对手。

图 34: 2017 年三家公司超市板块营收和毛利率情况



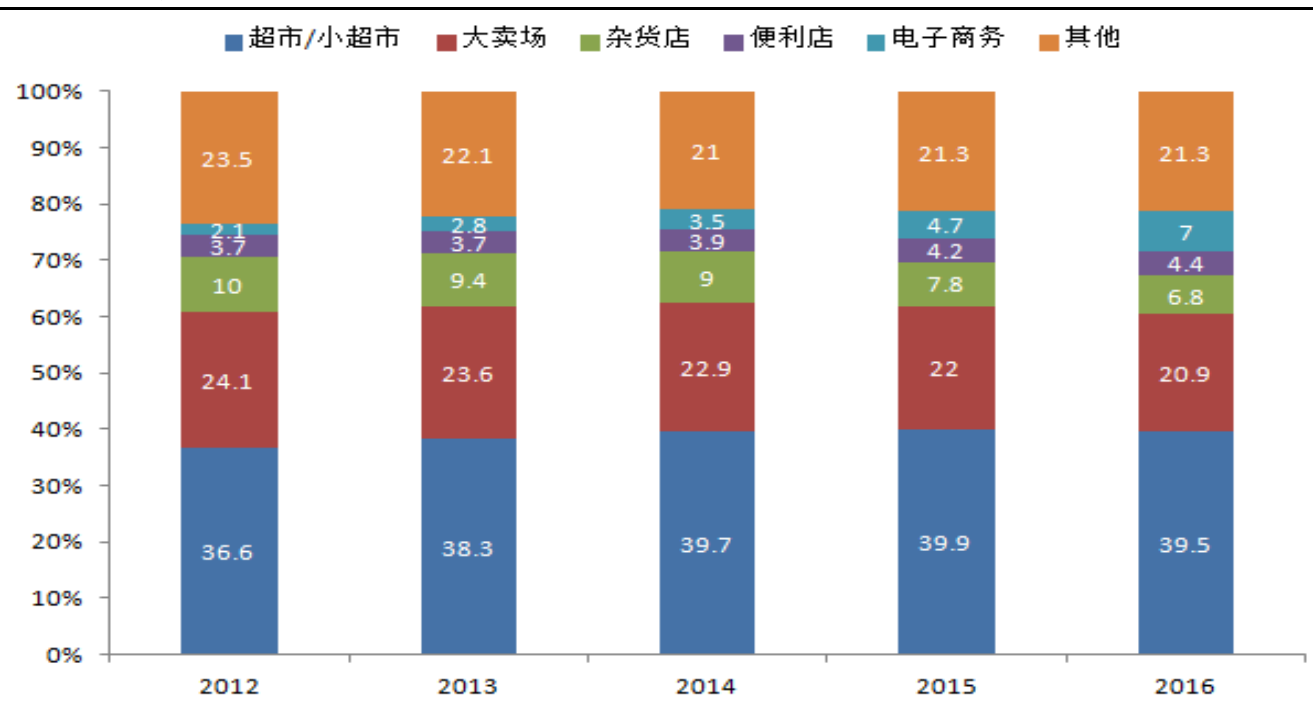
资料来源: 家家悦、利群股份、银座股份公司公告, 信达证券研发中心

注: 家家悦超市板块营收为生鲜品类加食品日化品类的营收, 超市板块毛利率为生鲜品类和食品日化品类毛利率根据相应营收规模加权平均所得。

### B、单店面积较小，符合未来超市发展的趋势

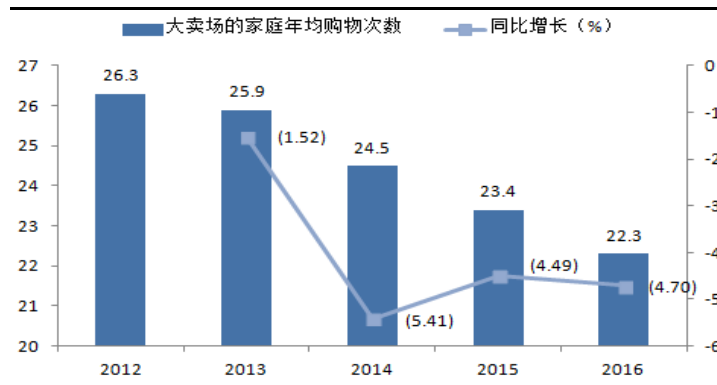
贝恩咨询的报告《2018年中国购物者报告》显示快消品在大卖场的销售增长持续放缓。大卖场渠道占比从2012年的25.6%下降至2017年的20.4%；同期超市/小超市渠道占比从37.3%上升至39.8%。大卖场渠道2012-2017年的复合增长率为0.6%，超市/小超市渠道为6.7%；大卖场渠道2016-2017年的复合增长率为-2.5%，超市/小超市渠道为4.8%。

图 35: 快消品在大卖场渠道增长持续放缓

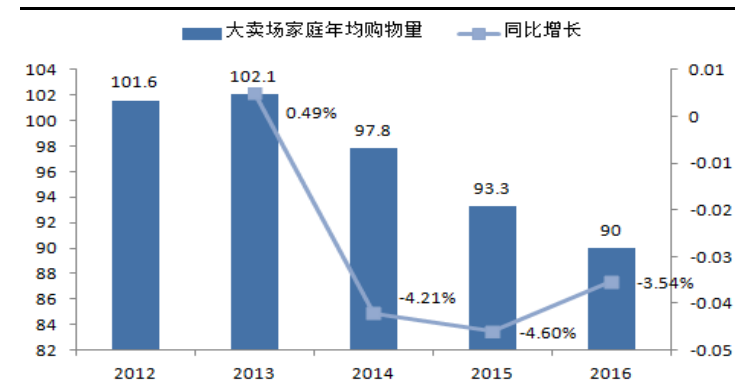


资料来源：贝恩咨询，信达证券研发中心

注：大卖场是指面积在6000平方米以上的商店，超市/小超市是指面积在100-6000的商店。

**图 36: 大卖场家庭年均购物次数及同比增长 (单位: 次、%)**


资料来源: 贝恩咨询, 信达证券研发中心

**图 37: 大卖场家庭年均购物量 (单位: 千克/升, %)**


资料来源: 贝恩咨询, 信达证券研发中心

我们认为, 这一统计数据也复合消费者习惯的变迁, 即对卖场的需求从求大到求便利的转变。在麦德龙、沃尔玛这些国际零售巨头刚进入中国时, 给中国消费者带来了全新的“应有尽有”的购物体验。全家人周末去一次超市, 可以把全家一周会用到的商品一站式购齐。除了售卖商品, 这些大卖场还承担着家庭周末休闲“打发时间”的需求, 经常一逛就是大半天。随着电子商务的崛起, 超市原有的主力货品(快消品和标品)更多的转移到线上。现在的消费者更愿意花钱买时间把自己从重复性的事务中解脱出来, 当他们很明确自己的购买需求时, 常常网上直接下单送到家里, 以“全和大”为优势的大卖场对消费者不再有那么多的吸引力。

这样的趋势下, 消费者去大卖场的次数越来越少。贝恩咨询的数据显示, 自 2012 年开始, 大卖场的客流量在逐年下跌, 家庭平均购物量也下降了 11%, 同时大卖场渗透率从 2015 年的 80% 峰值下降到 2016 年的 78%。

在比较了家家悦在青岛和济南的竞争对手的门店情况后, 我们发现和竞争对手相比, 家家悦的门店优势体现在: 1、层级更加丰富(既有大卖场, 也有社区超市); 2、单店面积较小, 更符合超市行业未来发展趋势。由于各上市公司只披露了总体的门店建筑面积, 我们无法依次分析家家悦和竞争对手在青岛和济南各自的单店面积情况, 只能看总体的单店面积, 但数据依然有很强的指导性。根据实地观察和统计, 银座股份的单店面积为 1.37 万平方米; 利群股份的单店面积在 1-2 万平方米。家家悦大卖场平均单店面积为 0.68 万平方米, 社区综合超市平均单店面积为 0.15 万平方米, 农村综合超市平均单店面积为 0.11 万平方米, 整体看平均单店面积为 0.21 万平方米。无论是不同层级的超市业态, 还是整体看, 家家悦的单店面积都大幅小于竞争对手。

我们认为在超市行业, 大卖场形态的超市竞争优势逐渐减弱, 增长趋势放缓, 和主打“便利+生鲜”的社区超市相比, 竞争优势不明显。长期来看, 大卖场份额会进一步减少, 而只持有或者只擅长做大卖场的企业转型相对难度更大。在这种趋势下, 山东省内的超市零售企业里, 家家悦的超市单店面积偏小, 超市层级丰富, 更符合行业发展趋势, 和竞争对手相比优势更强。

**表 18: 竞争对手开店情况**

区域	超市品牌	特点	门店数量	建筑总面积 (万平方米)	平均单店面积 (万平方米)
青岛	利群股份	多为自家百货内的配套超市	45		1-2
青岛	青岛利客来	多布局在乡镇非城市核心区	13		
济南	银座股份	国资委控股, 近两年经营承压	56	76.89	1.37
济南	华联超市		23		

资料来源: 家家悦、利群股份、银座股份公告、利客来官网, 信达证券研发中心整理测算

**表 19: 家家悦门店情况**

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平方米)	门店数量	建筑面积 (万平方米)
胶东地区	大卖场	15	9.79	59	37.19
	社区综合超市	15	3.25	238	35.40
	农村综合超市	12	2.31	193	18.95
非胶东地区	大卖场	1	1.16	16	13.54
	社区综合超市			36	5.76
	农村综合超市			29	4.25
		门店数量	合计建筑面积 (万平方米)	平均单店面积 (万平方米)	
	大卖场	91	61.68	0.68	
	社区综合超市	289	44.41	0.15	
	农村综合超市	234	25.51	0.11	
	总计	614	131.6	0.21	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### C、超市连锁企业里跨区域扩张能力是最强的

**表 20: 家家悦和竞争对手跨区开店情况**

企业	青岛地区	济南	威海	烟台	滨州地区	东营地区	泰安地区	临沂地区	江苏省
家家悦	43	22	332	236					
利群股份	24		3	3					72(原乐天玛特门店)
青岛利客来	26								
银座股份		22			7	5	5	8	
济南华联超市		23							

资料来源：家家悦、利群股份、银座股份公司公告、利客来公司官网，信达证券研发中心

注：根据利群股份公司年报，利群股份超市业态包含在大型商场内，此处各地区超市数量为公布的大型商场数量

企业在本地市场区域饱和后，就会寻求异地扩张来获得增长，异地开店数量及扩张区域能够反映出企业扩张能力。家家悦除了在自身优势地区威海和济南开店外，目前在青岛有 43 家门店，济南有 22 家门店，异地扩张已经形成一定规模。利群股份 2018 年收购乐天玛特后，扩张重点放在了省外扩张，目前青岛门店 24 家，威海和烟台各 3 家；青岛利客来只在青岛地区发展；银座股份在济南有 22 家门店，滨州地区 7 家、东营地区 5 家、泰安地区 5 家、临沂地区 8 家，除了主力区济南外，其他各地区扩张态势较平均。

通过和竞争对手的比较，我们发现家家悦是山东省内大型连锁零售企业里，能够进行异地扩张并在当地形成较具规模连锁能力最强的超市企业。

### D、物流布局更加全面和完善

**表 21: 家家悦和利群股份物流中心对比（银座股份年报中未披露物流中心情况）**

企业	物流布局	物流中心所在区域
家家悦	3 处现代化的杂货配送中心（威海、烟台、莱芜物流中心）和 5 处生鲜物流配送中心（威海、烟台、高密、莱芜、宋村生鲜物流中心），合计建筑面积 16.89 万平方米。 正在建设的物流项目有 2016 年 IPO 时募投项目“莱芜生鲜加工物流中心”和 2017 年 4 月以自有资金投入建设的“烟台临港综合物流园”，合计建筑面积 13.1 万平方米。	威海、烟台、莱芜、宋村、高密，覆盖全山东省

3 座物流中心，分别位于青岛市李沧区、青岛市市北区以及青岛胶州市，青岛及周边，覆盖青岛周边 300 公里  
 利群集团 物流中心土地仓储面积 28.3 万平方米，其中冷链仓储面积 3.8 万平方米

资料来源：家家悦、利群股份公司公告及官网，信达证券研发中心

家家悦目前有 3 处杂货配送中心和 5 处生鲜配送中心，覆盖全山东省。利群集团的物流中心多集中在其优势区域青岛及周边，覆盖青岛周边 300 公里范围。我们用家家悦的杂货配送物流中心的布局和利群股份门店的布局（物流中心覆盖区域）对比来看，家家悦的物流中心优势体现在：1、布局更分散，多点式布局可以快速响应门店需求，特别是生鲜类产品对新鲜度要求更高，需要配送时间更短。2、布局范围更广，实现对山东省的全覆盖。青岛和济南的直线距离即为 300 公里，济南向西超出 300 公里范围的区域利群股份无法覆盖。

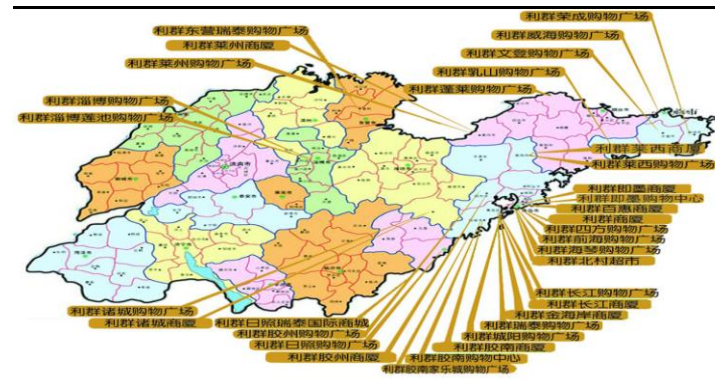
我们认为，山东全省的一体会物流网络布局可以增强家家悦的扩张优势。

图 38：家家悦 3 家杂货配送物流中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 39：利群股份门店布局图



资料来源：利群股份公司官网，信达证券研发中心

总结：根据以上四点逐项对比，我们认为家家悦在超市板块的规模优势、门店面积优势、扩展优势、物流优势会助力公司去获得更多的省内商超份额。特别是公司的社区超市业态面积较小生鲜比重大，符合超市行业的发展趋势。虽然大卖场的衰退从一二线城市传导至三四线城市还会有一段时间，但消费者消费习惯的转变确是不可逆的过程。只有发力转型，符合趋势的公司才能有更好的生存。

## 奖励机制全覆盖，提升员工积极性

管理层高比例持股，与公司长远发展深度绑定。公司管理层通过持有公司第一大股东家家悦控股和第二大股东信息悦投资的股份间接持有公司股权。公司总经理王培恒先生间接持有公司 29.61%的股份，副总经理傅元慧间接持有公司 4.06%的股份，董监高核心管理团队合计持有公司 44.89%的股份，管理层持股集中，与公司长期发展深度绑定。

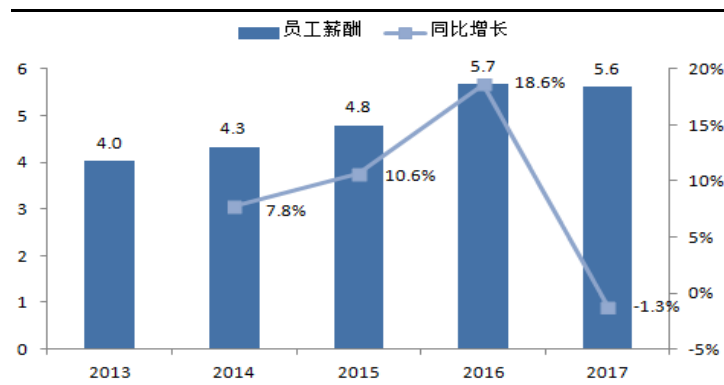
表 22: 家家悦董监高持股情况 (2018 年三季度)

姓名	现任职务	持有家家悦控股的股份比例	家家悦控股和信息悦投资合计持有的家家悦集团的股份比例	间接持有家家悦集团股份的比例
王培恒	董事长、总经理	44.56%	66.46%	29.61%
傅元慧	董事、副总经理	14.09%	66.46%	9.36%
张爱国	董事、副总经理	6.11%	66.46%	4.06%
丁明波	副总经理、董事会秘书	1.56%	66.46%	1.04%
郝芸	副总经理	0.44%	66.46%	0.29%
姜文霞	财务总监	0.42%	66.46%	0.28%
任肖燕	监事会主席	0.26%	66.46%	0.17%
陈君	监事	0.07%	66.46%	0.05%
邢洪波	职工监事	0.04%	66.46%	0.03%
合计		67.55%		44.89%

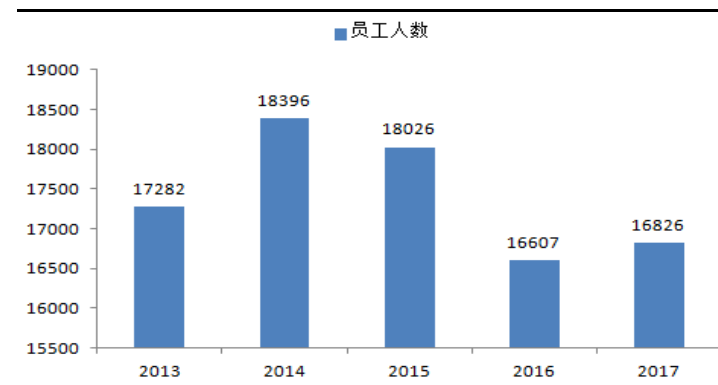
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

目前 13% 的门店试行合伙人制度，销售坪效劳效均实现 8% 以上增长。除了管理层持股外，公司 2017 年选择了 33 家门店试点合伙人机制，加快了组织架构调整，建立更加扁平化的架构，配套绩效薪酬机制改革，业绩和工作效率显著提升。试点门店在推行合伙人制度后，销售、坪效、劳效平均实现了 8% 以上的增长。2018 年 4 月份开始济南西部地区新增 56 家门店进一步推广合伙人机制，截止至 2018 年 H1 公司合伙人试点门店总数为 89 家，约占全部门店数量 13%。合伙人制有利于释放内部创业激情，形成企业与员工的事业共同体和利益共同体，推动企业的持续健康发展。

公司员工薪酬水平不断上升，员工人数在减少。公司薪酬水平一直处于上升态势，从 2013 年的 4.02 万元/人一路上升至 2017 年的 5.61 万元/人，复合增长率 8.7%。另一方面，与薪酬趋势相反，员工数量不断减少，从 2014 年的 18396 人下降至 2016 年的 16607 人，2017 年因为展店加速员工数量微增至 16826 人。

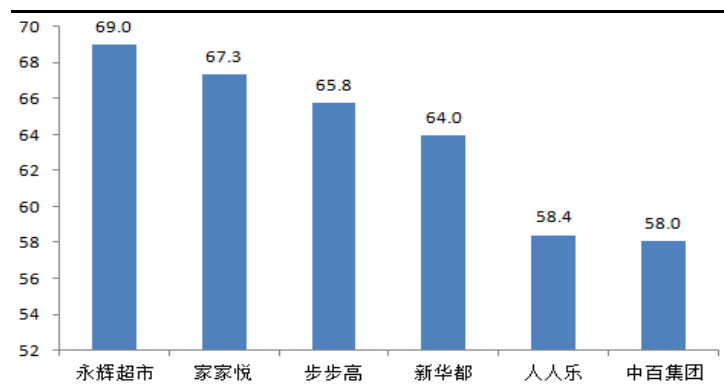
**图 40: 员工薪酬 (单位: 万元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

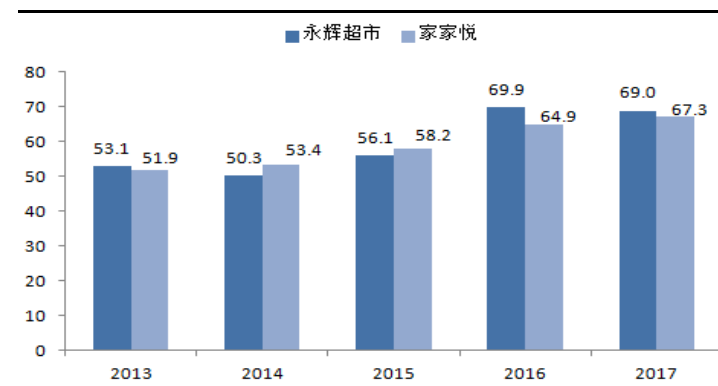
**图 41: 公司员工人数**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

纵观整个超市行业的人效, 2017 年家家悦人效为 67.3 万元/人, 仅次于永辉超市的 69 万元/人。步步高和新华都的人效也都在 60 万/人以上, 大幅领先于人人乐和中百集团。通过 2013-2017 年家家悦和永辉超市的人效对比, 我们发现, 2014 年和 2015 年家家悦人效领先于永辉超市, 2016 年开始被永辉反超。

**图 42: 2017 年超市行业人效对比 (单位: 万元/人)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 43: 公司和永辉超市的人效对比**


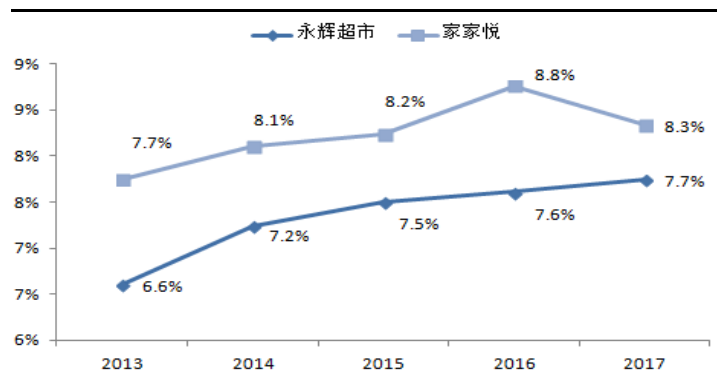
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

对标永辉, 随着合伙人制度的进一步推广, 人工费用率有下降的空间。从人工费用率来看, 由于不断上涨的人工成本, 超市行业的两家龙头公司的人工费用率都呈不断上升的趋势, 但是家家悦的人工费用率一直是高于永辉超市的。2017 年两家公司



的人工费用率差额从 2016 年的 1.2 个百分点下降至 0.6 个百分点。考虑到目前家家悦只有 13% 的门店推行了合伙人制度，后续随着更多门店推行合伙人制度，员工工作积极性得到更大提升，对标永辉超市公司人工费用率仍有进一步下降的空间。

图 44: 公司和永辉超市的人工费用率对比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 盈利预测与估值：

### 基本假设和盈利预测

表 23：家家悦主营业务收入增长率预测

收入增长率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
食品化洗	4.60%	6.88%	16%	15%	15%
生鲜	3.21%	6.62%	18%	18%	17%
百货	-5.00%	-0.08%	0%	0%	0%
其他业务	-0.09%	-6.44%	0%	0%	0%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心预测

表 24：家家悦三费假设

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售费用率	16.24%	16.01%	16.01%	16.01%	16.01%
管理费用率	1.94%	2.17%	2.17%	2.17%	2.17%
财务费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心预测

基于以上假设，我们预计 2018-2020 年家家悦营业收入分别为 129.33、147.59、168.40 亿元，归母净利润分别为 3.98、4.91、5.52 亿元，按照最新股本计算，对应的摊薄每股收益分别为 0.85 元、1.05 元和 1.18 元。

## 相对估值与投资评级

剔除无万得一致预期公司后，我们选取申万超市行业 6 家公司作为可比公司。公司 2018-2020 年 PE 分别为 28/23/20，同期行业均值分别为 42/42/35，基于家家悦的内生优势以及扩区发展的增长潜力，当前估值水平低于行业平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。

表 25: A 股主要超市行业公司估值

证券名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
步步高	9.49	81.98	0.21	0.28	0.34	45	34	28	1.09
红旗连锁	5.45	74.12	0.21	0.26	0.30	26	21	18	2.84
华联综超	4.51	30.03	0.09	0.08	0.10	51	54	45	1.10
三江购物	13.38	73.28	0.20	0.20	0.22	65	68	62	2.35
永辉超市	8.65	827.85	0.16	0.23	0.31	54	37	28	4.42
中百集团	6.73	45.83	0.71	0.17	0.22	10	39	30	1.35
行业均值						42	42	35	
家家悦	23.67	110.78	0.85	1.05	1.18	28	23	20	4.43

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：除家家悦为信达证券研发中心预测，其余公司取自万得一致预期。股价为 2019 年 3 月 18 日收盘价

## 风险因素

消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	4,509.13	4,485.71	4,823.40	4,988.57	5,179.44
货币资金	2,863.57	2,934.84	3,078.75	3,017.09	2,940.99
应收票据	0.35	0.16	0.18	0.21	0.24
应收账款	12.58	15.78	18.01	20.55	23.45
预付账款	258.14	209.00	236.38	268.44	306.19
存货	1,299.00	1,252.86	1,416.99	1,609.19	1,835.50
其他	75.49	73.08	73.08	73.08	73.08
<b>非流动资产</b>	1,496.41	1,786.87	2,385.54	2,557.84	2,659.48
长期投资	1.74	120.09	120.09	120.09	120.09
固定资产	1,120.86	1,185.83	1,712.42	1,819.66	1,874.28
无形资产	104.99	103.99	101.46	98.73	95.78
其他	268.81	376.96	451.56	519.36	569.34
<b>资产总计</b>	6,005.54	6,272.58	7,208.93	7,546.40	7,838.92
<b>流动负债</b>	3,616.72	3,726.24	4,361.34	4,207.93	3,948.57
短期借款	0.00	0.00	80.00	80.00	80.00
应付账款	1,445.17	1,500.68	1,808.89	1,369.50	781.05
其他	2,171.55	2,225.56	2,472.44	2,758.43	3,087.52
<b>非流动负债</b>	57.14	63.94	153.94	153.94	153.94
长期借款	0.00	0.00	90.00	90.00	90.00
其他	57.14	63.94	63.94	63.94	63.94
<b>负债合计</b>	3,673.86	3,790.18	4,515.28	4,361.87	4,102.51
少数股东权益	1.26	3.65	3.65	3.65	3.65
归属母公司股东权益	2,330.42	2,478.75	2,690.00	3,180.88	3,732.76
<b>负债和股东权益</b>	6005.54	6272.58	7208.93	7546.40	7838.92

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,776.96	11,330.38	12,932.72	14,759.48	16,840.49
同比(%)	2.78%	5.14%	14.14%	14.13%	14.10%
归属母公司净利润	251.25	310.74	398.46	490.88	551.88
同比(%)	1.61%	23.68%	28.23%	23.19%	12.43%
毛利率(%)	21.68%	21.58%	22.29%	22.68%	22.70%
ROE(%)	15.09%	12.92%	15.42%	16.72%	15.96%
每股收益(摊薄, 元)	0.54	0.66	0.85	1.05	1.18
P/E	44	36	28	23	20
P/B	4.8	4.5	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	13.77	16.57	14.83	12.08	10.73

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	10,776.96	11,330.38	12,932.72	14,759.48	16,840.49
营业成本	8,440.86	8,885.32	10,049.40	11,412.50	13,017.45
营业税金及附加	54.95	48.15	54.96	62.72	71.57
营业费用	1,750.19	1,813.81	2,070.32	2,362.75	2,695.89
管理费用	208.78	246.22	281.04	320.73	365.96
财务费用	-25.71	-63.05	-55.80	-57.52	-52.65
资产减值损失	4.85	2.92	16.53	18.79	21.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.06	4.68	0.95	0.95	0.95
<b>营业利润</b>	341.98	414.10	517.23	640.45	721.79
营业外收入	29.46	6.95	22.30	22.30	22.30
营业外支出	8.83	11.51	8.25	8.25	8.25
<b>利润总额</b>	362.61	409.54	531.27	654.50	735.84
所得税	111.51	98.81	132.82	163.63	183.96
<b>净利润</b>	251.11	310.73	398.46	490.88	551.88
少数股东损益	-0.14	-0.01	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	251.25	310.74	398.46	490.88	551.88
EBITDA	618.70	668.35	758.27	931.28	1,048.65
EPS	0.54	0.66	0.85	1.05	1.18

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	760.48	781.03	982.56	382.63	332.90
净利润	251.11	310.73	398.46	490.88	551.88
折旧摊销	256.08	258.81	213.40	263.22	299.22
财务费用	0.00	0.00	13.60	13.57	13.59
投资损失	1.06	-4.68	-0.95	-0.95	-0.95
营运资金变动	230.78	212.90	344.79	-399.03	-547.77
其它	21.45	3.28	13.26	14.95	16.93
<b>投资活动现金流</b>	-289.01	-511.15	-807.84	-430.73	-395.41
资本支出	-289.01	-400.63	-808.79	-431.68	-396.37
长期投资	0.00	916.34	0.95	0.95	0.95
其他	0.00	-1,026.85	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	1,092.02	-166.95	-30.80	-13.60	-13.60
吸收投资	1,169.60	2.40	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	170.00	0.00	0.00
支付利息或股息	70.20	162.00	200.80	13.60	13.60
<b>现金净增加额</b>	1563.94	102.53	143.91	-61.66	-76.11

## 研究团队简介

**李丹**，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

**燕楠**，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014年12月加盟信达证券研究开发中心，2017年开始从事商贸零售行业分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。